

مركز البحوث والدراسات

سوق المال السعودية

نشأتها وأداؤها وكفاءتها

تأليف: د. عبدالله خالد بن ربيعان

بسم الله الرحمن الرحيم



مركز البحوث والدراسات

سوق المال السعودية

نشأتها وأداؤها وكفاءتها

تأليف: د. عبدالله خالد بن ربيعان

١٤٤١هـ - ٢٠٢٠م

بطاقة الفهرسة

ح معهد الإدارة العامة، ١٤٤١هـ
فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر.
بن ربيعان، عبدالله خالد
سوق المال السعودية: نشأتها وأداؤها وكفاءتها.
عبدالله خالد بن ربيعان - الرياض، ١٤٤١هـ
٢١٦ ص؛ ١٧سم × ٢٤سم
ردمك: ٤-٢٠-٨٢٧٦-٦٠٣-٩٧٨
١- الأسواق المالية - السعودية أ. العنوان
ديوي: ٣٣٢,٦٤٢ ٦٠٦٧ /١٤٤١هـ

رقم الإيداع: ١٤٤١/٦٠٦٧
ردمـــــك: ٤-٢٠-٨٢٧٦-٦٠٣-٩٧٨

المحتويات

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة
الفصل الثالث: أداء سوق المال السعودية: نظرة تحليلية	٩٧
٣-١. تمهيد	٩٧
٣-٢. المرحلة الأولى: تحليل أداء السوق من خلال مؤشراته الرئيسية منذ افتتاحه حتى نهاية عام ٢٠٠٠	٩٨
٣-٢-١. أداء السوق خلال الفترة من عام ١٩٨٥ حتى نهاية عام ١٩٩٠	٩٩
٣-٢-٢. أداء السوق خلال الفترة من بداية عام ١٩٩١ حتى نهاية عام ١٩٩٥	١٠٤
٣-٢-٣. أداء السوق خلال الفترة من بداية عام ١٩٩٦ حتى نهاية عام ٢٠٠٠	١٠٧
٣-٢-٤. أبرز الملاحظات على أداء السوق خلال الفترة أو المرحلة الأولى	١١٧
٣-٣. المرحلة الثانية: أداء السوق في مرحلة النمو الكبير من عام ٢٠٠١ حتى نهاية عام ٢٠٠٦ (عام انفجار الفقاعة)	١١٨
٣-٣-١. أداء السوق خلال عام ٢٠٠١	١٢٠
٣-٣-٢. أداء السوق خلال عام ٢٠٠٢	١٢٠
٣-٣-٣. أداء السوق خلال عام ٢٠٠٣	١٢٣
٣-٣-٤. أداء السوق خلال عام ٢٠٠٤	١٢٦
٣-٣-٥. أداء السوق خلال عام ٢٠٠٥	١٢٩
٣-٣-٦. أداء السوق خلال عام ٢٠٠٦	١٣١
٣-٣-٧. أبرز الملاحظات على أداء السوق خلال الفترة الثانية	١٣٥
٣-٣-٨. أبرز أسباب الفقاعة وآثارها على السوق	١٣٦
٣-٤. المرحلة الثالثة: مرحلة التذبذب الكبير في مؤشرات السوق من بداية عام ٢٠٠٧ حتى نهاية عام ٢٠١٥	١٣٩

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

قائمة الجداول

الجدول	الصفحة

قائمة الأشكال

الشكل	الصفحة

الشكل	الصفحة

الصور التوضيحية

١٦

مقدمة:

تُعَدُّ الأسـواق المالية مرآةً عاكسـةً لصورة النشـاط الاقتصادي، فكلما كان أداء السوق الماليـة جيـداً كان ذلك تعبيراً عن اقتصاد جيد، والعكس صحيح. وتلعب الأسـواق المالية دوراً حيويـاً في تعبئة المدخرات العامة وتوجيهها نحو الاسـتثمار بمـا يرفع معدلات النمو الاقتصادي، ويساعد في خلق فرص العمل وتحسين مؤشرات التنمية في الاقتصاد. كما تسهم الأسواق المالية في إعادة توزيع الموارد والدخول بين أفراد المجتمع، وتعمل أيضاً على تقاسُم المخاطرة وزيادة التخصيص الكفء لرأس المال وللموارد الاقتصادية بشـكل عام، إضافةً إلى أنَّ وجود سوق مالية متطورة يعتبر ضرورةً لإنجاح عملية الخصخصة التي هي التوجُّه العام لكثير من الاقتصاديات المتقدمة والنامية خلال العقود الخمسة الأخيرة، ومن بينها الاقتصاد السعودي.

وسوق رأس المال جزء رئيسي كبير من النظام المالي، وينقسم إلى نوعين، هما: سوق النقد وهي سـوق قصيرة الأجل، يتم فيها إصدار وتداول الأصول ذات الطبيعة النقدية السـائلة؛ والسـوق المالية وهي سوق متوسطة وطويلة الأجل، يتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية غير النقدية.

وتتكون السـوق المالية من مُقرِضين ومقترضين، ووسـطاء ماليين سـواء من المؤسسات والبنـوك أو الأفراد، بالإضافـة إلى جهاز إشرافي تتولى الحكومة إنشـاءه لسـنِّ التشريعات ومراقبـة الأسـواق المالية؛ لمنع الغـش والتلاعب والغَرَر وكل تجاوز يخـلُّ بشروط التداول والعمل في السوق المالية.

وتُصنَّف الأسـواق المالية عادةً بحسـب كفاءتها تبعاً لفرضية كفاءة السـوق المالية إلى ثلاثة تصنيفات: الأول، أسـواق كفؤة بحسب النوع الضعيف من مستويات الكفاءة، والتي تقوم على أن أسـعار الأوراق المالية تتضمن كلَّ المعلومات الماضية (التاريخية) التي تشمل الأسـعار وأحجام التداولات، ولا يمكن في السـوق الكفؤة بحسـب النوع الضعيف تحقيق أرباح غير عادية اعتماداً على معرفة المعلومات التاريخية لبيانات السـوق والمتاحة للجميع دون قيود. الثاني: سوق كفؤة بحسب النوع شبه القوي من فرضية كفاءة الأسواق المالية، وتقوم على أن أسعار الأوراق المالية تتضمن كلَّ المعلومات الماضية (التاريخية) التي تشمل

الأســعار وأحجام التداولات، إضافةً إلى أي معلومات أخرى متاحة للعامة، مثل: التوزيعات النقدية، الأخبار الاقتصادية، التقارير المالية، ظروف المنشــأة أو القطاع، التقارير الســنوية والربعية. ولا يمكن بحســب هذا النوع من الكفاءة تحقيق عوائد استثنائية تفوق متوسط عوائد الســوق اعتماداً عــلى معرفة هذا النوع من البيانات والمعلومــات. الثالث: الكفاءة القويــة، وتتضمن إضافةً لما ذكرناه عن النوعين الســابقين أيَّ معلومات داخلية خاصة عن الشركة أو القطاع، وتنصُّ الفرضية القوية لكفاءة السوق على أنه لا يمكن أيضاً تحقيق عوائد وأرباح غــير عادية بمعرفة المعلومات التاريخية والمعلومات العامة المتاحة للجميع، وكذلك المعلومات غير المتاحة للعامة (الداخلية) متى كان الســوق كفؤاً بحســب النوع القوي من فرضية كفاءة السوق المالية.

الاقتصاد السعودي:

تمتلك المملكة العربية السعودية اقتصاداً كبيراً يُمثِّل ما يربو على ٢٥٪ من حجم الاقتصاد العربي، ويحتل المرتبة ١٩ عالمياً من حيث ترتيب الناتج المحلي الإجمالي، كما أنَّ المملكة هي الدولة العربية الوحيدة العضو في دول مجموعة العشرين الأكبر اقتصادياً في العالم. وتحتل المملكــة المرتبة الأولى في امتلاك احتياطيات النفــط الخام، حيث تصل إلى ٢٥٪ من إجمالي الاحتياطــي العالمــي من النفط، كما تحتل المرتبة الثانية في تصديــر النفط، والمرتبة الرابعة مــن حيث احتياطيات الغاز الطبيعي[١]. كما تعمل المملكــة منذ إطلاق خُططها التنموية الخمسية المتتابعة التي بدأت منذ عام ١٩٧٠ على تنويع مصادر الدخل، وعدم الاعتماد على النفــط كمورد وحيد للدخــل. وجاء هدف تنويع مصادر الدخل كأهم وأوضح الأهداف في رؤية المملكة ٢٠٣٠، فعلى سبيل المثال: تبنت الرؤية «رفع نسبة الصادرات غير النفطية من ١٦٪ إلى ٥٠٪ على الأقل من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي»، و«الوصول بمساهمة القطاع الخــاص في إجــمالي الناتج المحلي من ٤٠٪ إلى ٦٥٪»، و«رفع نســبة الاســتثمارات الأجنبية المبــاشرة من إجمالي الناتج المحلي من ٣,٨٪ إلى المعــدل العالمي عند ٥,٧٪»، وأخيراً «زيادة الإيــرادات الحكوميــة غير النفطية مــن ١٦٣ ملياراً إلى ١ تريليون ريال ســنوياً بحلول عام ٢٠٣٠»؛ وهي كلها أهداف تصبُّ في تعزيز التنوُّع الاقتصادي في المملكة العربية السعودية.

(١) بلغــت احتياطيــات المملكة من الغــاز مع نهاية عــام ٢٠١٤م ٢٨٣ تريليون قدم مكعبة (المصــدر: إحصائيات الغاز لعام ٢٠١٥، وزارة الطاقة والصناعة والثروة المعدنية).

وفي جانــب التنميــة الصناعية، فقد عملــت المملكة على توفير البنيــة التحتية اللازمة لقيــام تنمية صناعية، وأنشــأت مدينتي الجُبيــل وينبع الصناعيتــين المتخصصتين في إنتاج البتروكيماويــات، إضافــةً إلى إنشــاء المدن الصناعيــة في مختلف مناطــق المملكة ودعمها بالقروض الميسرة من خلال صندوق التنمية الصناعية السعودي.

وتعــدُّ المملكة اليومَ مــن أهم دول العالم في إنتــاج وتصدير البتروكيماويــات؛ نظرًا لما تتمتــع به من ميزة نســبية. ويمثِّل إنتاج المملكة حوالي ٧٪ مــن الإنتاج العالمي للمنتجات البتروكيماوية الأساســية. ويُعــدُّ قطاع البتروكيماويات أحد أهــم القطاعات الاقتصادية في المملكــة، حيث يــأتي في المرتبة الثالثة بعد قطاعي النفط والخدمــات الحكومية من حيث المســاهمة في الناتــج المحلي الإجــمالي. كما تملك المملكــة ثرواتٍ معدنيــةً مختلفةً، مثل: الذهب، والنحاس، والزنك، والحديد، فضلاً عن ثروات أخرى غير معدنية، مثل: الفوســفات، والبوكســيت، والدولوميت، والجبس. وتتمتع أيضاً بوفرة مــن المواد غير المعدنية الأخرى، مثــل المواد الصناعية ومواد البناء والفحم وأحجار الزينة التي تتوزع في جميع أنحاء البلاد. واعتــبرت المملكة أن صناعة التعدين هــي «الركيزة الثالثة» للاقتصاد بعــد النفط والغاز. وتتمتع العملة الســعودية باســتقرار كبير، كما أنَّ معدلات التضخُّــم في الاقتصاد منخفضة مقارنةً ببعض الدول المجاورة وبعض الدول الصناعية الكبيرة.

سوق المال السعودية:

ولأنه لا يمكن تحقيق النمو الاقتصادي ولا التنمية دون وجود نظام مالي متطور وفاعل؛ فقد قامت المملكة بإنشــاء نظام مالي يعتمد على بنيــة تحتية وتنظيمية على أعلى المعايير ونُظــم المدفوعات المالية المماثلة لتلــك المطبَّقة في البلدان الصناعية الكبرى، وقد أدَّى ذلك إلى بــروز قطاع مصرفي قوي يســتفيد من الخبرات الإدارية المؤهلــة، ومن أحدث التقنيات المتطورة في العمل المصرفي والمالي.

يتكــون النظام المالي للمملكة من البنك المركزي (مؤسســة النقد العربي الســعودي أو «ساما» كما يتم اختصارها عادةً)، والبنوك التجارية ومؤسسات الإقراض المتخصصة، وشركات التأمين، إضافة إلى ســوق الأوراق المالية التي تشرف عليها هيئة ســوق المال، وتُتُداول فيها

الأوراق المالية من أسـهم وسـندات وصكوك، وتضمُّ شركة «تداول» المشغِّلة للسوق وعدداً كبيراً من شركات الوساطة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة في السوق المالية.

أُنشِـئت السـوق المالية الرسـمية في المملكة في عام ١٩٨٤، وأُوكِلت مهمة إنشائها إلى ثلاث جهات، هي: مؤسسة النقد العربي السعودي، ووزارة المالية، ووزارة التجارة. وانطلقت السـوق رسمياً في فبراير ١٩٨٥، تحت إشراف وإدارة مؤسسة النقد العربي السعودي بأربعة قطاعات، وشركات مساهمة بلغ عددها ٤٨ شركة.

وقامت مؤسسـة النقد في نهاية العام بإصدار نظام سـوق الأسـهم السعودية (القواعد التنفيذية لتنظيم عملية تداول الأسهم) للمرة الأولى في تاريخ البلاد، وتمَّ حصر وساطة تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية؛ بهدف تحسين الإطارين التنظيمي والفني للتداول.

ومنذ افتتاحها، شـهدت سوق المال السـعودية تطوُّراً مسـتمراً على مستوى التشغيل، حيث تمَّ تحديث الأنظمة التشـغيلية في السـوق عدة مرات لتكون بمسـتوى مثيلاتها من الأنظمة التشغيلية في الدول المتقدمة. كما تمَّ تطوير وتحديث أنظمة التداول تباعاً، وكان إنشـاء هيئة السـوق المالية في عام ٢٠٠٣ من أهم القرارات التي دعمت تطوير وتحديث سوق المال، حيث أُسند للهيئة مهمة الإشراف على تنظيم وتحديث السوق المالية، وسارعت الهيئة منذ تأسيسـها إلى وَضْع اللوائح والقواعد والتعليـمات اللازمة للتداول؛ بهدف توفير المناخ الملائم للاسـتثمار في السـوق، والتأكُّد من الإفصاح والشـفافية للشركات المدرَجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية.

وشـهدت سـوق المال السـعودية نمواً مطرداً وكبيراً في رسـملتها وعدد المتداولين فيها وخصوصاً خلال الطفرة التي شـهدتها السـوق مع بداية حلول الألفية الجديدة. وللمثال، فقد زادَ عدد المتداولين في السـوق من حوالي ١٠٠ ألف متداول إلى ما يزيد عن ١,٥ مليون متداول بنهاية ٢٠٠٤، وقفزت قيمة الأسـهم المتداولة من ١٧ مليار ريال فقط في عام ١٩٩٣ إلى ١٣٣ مليـار ريـال بنهاية ٢٠٠٢، ثم جاوزت التريليون ريـال خلال الأعوام ٢٠٠٣-٢٠٠٥، مُحقِّقـةً ١,٧ ثـم ٤,١، ثم ٥,٢ تريليونات ريـال خلال الأعـوام ٢٠٠٣، ٢٠٠٤، و٢٠٠٥ على التـوالي (شركة تـداول، تقريـر ٢٠٠٥). إلا أنَّ الأرقامَ والأحجامَ ورأس مال السـوق سرعان مـا بدأت تتراجع بعد انفجار الفقاعة في بدايات ٢٠٠٦، حيث اسـتمر أداء السـوق بعدها

متذبذباً؛ فمرة يميل للارتفاع بسـبب عوامل الاقتصاد، ومرة يتجه للانخفاض بسبب عوامل جيوسياسية، وكذلك بسبب التأثير النفسي للأزمة المالية العالمية، وبعدها أزمة أوروبا وديون اليونان.

كما تضاعفت القيمة السوقية للأسهم بشكل كبير، وخصوصاً خلال سنوات الطفرة التي عاشـتها السوق المالية، وقفزت رسملة السوق من ٢٧٣ مليار ريال بنهاية ٢٠٠١ إلى ما يزيد عن ٢,٤ تريليون ريال بنهاية ٢٠٠٥ على سـبيل المثال (شركة تداول، تقرير ٢٠١٠). وهذه القفزات الضخمة في جميع مؤشرات السـوق جعلت سوق المال السعودية الأكبر من حيث القيمة السوقية للأسهم في العالم العربي وشمال إفريقيا.

وأعلنت هيئة سـوق المال السـعودية في ٢٠١٥ عن السماح للاستثمار الأجنبي في سوق الأسـهم السـعودية، حيث كان التداول قبل هذا التاريخ مقصوراً على المواطنين السعوديين ومواطنـي دول مجلس التعاون الخليجي، والمقيمين مـن الأجانب داخل المملكة، ولم يكن مسموحاً للاستثمار الأجنبي إلا بالتداول غير المباشر من خلال صناديق الاستثمار العاملة في السوق السعودية.

هذا الكتاب:

لا يوجـد - عـلى حد علم المؤلِّـف - كتبٌ تناولـت بالشرح والتحليل أداء سـوق المال السـعودية ومراحل تطوُّر مؤشراتها وأنظمتها وتشريعاتها عبر الزمن؛ ولذا فإن هذا الكتاب جاء ليسـدَّ هذه الفجوةَ، ويُقدِّم إضافةً جديدة؛ كونه يسـتعرضُ بالوصف والتحليل سوقَ المال السـعودية منذ نشأتها، ويُحلِّل بالرسـوم والجداول والبيانات أداءَها وأبرز تطوُّراتها، ويسـتعرض كفاءتهـا في كل مرحلة من تاريخها منذ افتتاحها حتـى نهاية ٢٠١٥ من خلال الدراسات والبحوث التي كان موضوعها دراسة كفاءة سوق المال السعودية. ويوفِّر الكتابُ للباحثـين والمتخصصين ومتخذي القرار وطلابَ الاقتصاد والمالية مصدراً مهماً للمعلومة عن تاريخ سـوق المال السـعودية وأبرز مؤشرات أدائها وتطوُّرها كماً وكيفاً منذ افتتاحها حتى نهاية عام ٢٠١٥.

ولتحقيق هذا الهدف، فقد تمَّ تقسيم الكتاب إلى خمسة فصول كما يلي:

الفصـــل الأول: يركِّــز على الجانــب النظري، حيث يســتعرضُ ماهيةَ الأســواق المالية وتعريفها ونشــأتها وأقســامها وأهميتها للاقتصــاد الكلي وللمتداولين، ويــشرح بالتفصيل الأدوات المالية المســتخدمة في الأسواق المالية، إضافةً لاستعراض الأطراف المشاركة في سوق المال من مستثمرين ومضاربين ووسطاء ومديري صناديق وجهاز إشرافي، ودور كلٍّ منهم في سوق الأوراق المالية.

الفصل الثاني: يُركِّز على تاريخ نشــأة سوق المال الســعودية وأبرز تطوُّراتها من حيث عــدد الشركات، والمتداولين، والأنظمة التشــغيلية والرقابية في الســوق. ويُفرِد جزءاً خاصاً لتــداولات الصناديق الاســتثمارية في المملكة منذ بداياتها، وجزءاً آخر لاســتعراض تداولات السندات والصكوك في سوق الأوراق المالية السعودية منذ نشأتها حتى نهاية العام ٢٠١٥.

الفصل الثالث: يســتعرضُ بالوصف والتحليل وبالرسوم البيانية أداءَ السوق السعودية منذ افتتاحها حتى نهاية عام ٢٠١٥، ويركِّز بشــكل خاص على شرح وتحليل أسباب طفراتها وأزماتها، حيث تمَّ تقســيم الســوق إلى ثلاث مراحل زمنية، وهــي: مرحلة الافتتاح والنمو المســتقر، ومرحلة النمو الكبير للســوق بداية من ٢٠٠١ حتى نهايــة ٢٠٠٦، وأخيراً مرحلة التذبذب في مؤشرات الســوق من بداية عام ٢٠٠٧ حتى نهاية ٢٠١٥. وخُتمت كل مرحلة بأبرز الملاحظات والتعليقات على أداء السوق وأسباب ارتفاعه أو انخفاضه.

الفصــل الرابع: يســتعرضُ تاريخ فرضيــة كفاءة الســوق المالية، وأنواعهــا، والنماذج المســتخدمة لصياغتها رياضياً، كــما يعرض أبرزَ النماذج الإحصائية التي تُســتخدم لاختبار فرضية الكفاءة، ثم يناقش كفاءةَ سوق المال السعودية من خلال استعراض ونقاش البحوث العلمية الســابقة التي كان تركيزها على دراســة كفاءة الســوق المالية في المملكة منذ أول بحث نُشر حول كفاءة سوق المال السعودية حتى آخر بحث نُشر في عام ٢٠١٥.

الفصــل الخامس: يركِّز على أبرز التحديات التي تواجه ســوق المال الســعودية، مثل: غياب بعض أدوات الاستثمار المستخدمة في الأسواق المتقدمة ولم تُطبَّق في السوق السعودي (عقــود الخيارات، وغيرهــا)، وعدم وجود نظام يســمح بالإدراج المزدوج للــشركات، وكِبْر حجم الاســتثمار الفردي مما يؤدي إلى كِبر حجم المضاربة في الســوق، ويُختتم الفصل بأبرز المقترحات لتطوير السوق السعودية.

ختامـاً، حـرص الكاتب على اسـتخدام المصطلـح بالإنجليزية بجانـب العربية لتجاوز اختـلاف الترجمات للعربية من كتاب لآخر ومـن مُؤلِّف لآخر، كما لا ينسى الباحث التقدُّم بالشـكر والتقديـر لـكلٍّ مِن هيئة سـوق المال السـعودية، وشركة تـداول، وشركة أصول وبخيت الاسـتثمارية (ممثلة في رئيسـها الأستاذ بشر البخيت) على تسـهيل مهمة المؤلف وتقديـم البيانات والمعلومات التي طلبها، والتي لولاهـا لما كان لهذا الكتاب أن يرى النور، فلهم جميعاً خالصُ الشكر والتقدير والعرفان.

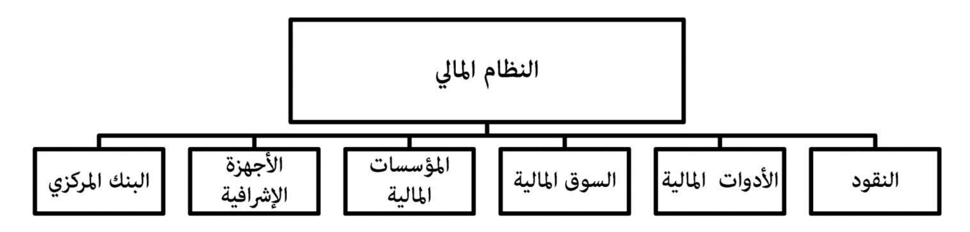

٢٤

الفصل الأول

مدخل لأسواق المال: ماهيتها وأهميتها وأدواتها

١-١. تمهيد:

السـوق المالية «Financial Market» وتُسـمَّى أيضـاً «Capital Market»، هي جزءٌ ومكوِّنٌ أسـاسي من النظام المالي«Financial System» في اقتصاد أي بلد، حيث إن النظام المالي أعمُّ وأشملُ من السوق المالية، ويشمل النقودَ والبنوكَ والقوانين والإجراءات التنظيمية والتقنية التي تضمن انتقالَ الأصول المالية والنقود داخل الاقتصاد. بمعنى آخر، فإن النظام المـالي هو بيئـة أو منظومة متكاملة تؤمِّن انتقالَ الموارد الماليـة الفائضة من المدخرين إلى المقترضين من أجل الاستثمار، ويتم من خلالها خَلْق النقود ومنح الائتمان ودفع المستحقات والالتزامات المالية في بيئة تتسـم بالشفافية والعدالة والإفصاح تحت إشراف أجهزة رقابية وتنظيمية. ويتكون النظام المالي في أي بلد من سـتة عناصر أو أركان رئيسـية حسـب ما يُوضِّح الشكل رقم (١-١).



شكل (١-١): مكونات النظام المالي الرئيسية

المصدر: Hubbard & O’Brien, 2014

ووظيفة النقود «Money» هي أنها وسـيط للتبادل وتسوية المستحقات أو الديون، كما أنها مخزن للثروة ومقياس للأسعار في السوق، إذ يمكن من خلال الأدوات المالية «Financial Instruments» نقل الأموال من أصحاب الفوائض (المدخرين) إلى أصحاب العجز (المقترضين). ويتم تداول هذه الأدوات المالية من خلال السـوق المالية «Financial Market» التي هي

المكوِّن الثالث من مكونات النظام المالي بحسـب الشـكل السـابق. كما تلعبُ المؤسسات المالية «Financial Institutions» دوراً كبيراً بصفتها الوسيطَ أو المعبرَ الذي يتمُّ من خلاله الوصول للأسـواق المالية، إضافةً إلى دورها المهم الآخـر المتمثِّل في تحليل البيانات وتقديم المعلومات لأطراف البيع والشراء في السوق. وتقوم البنوك المركزية Central Banks بدور كبـير في مراقبة المؤسسـات المالية وتوجيهها بما يُحقِّق الاسـتقرار الاقتصادي، وأخيراً تلعب الأجهزة الإشرافية Regulatory Agencies دوراً في سـنِّ التشريعـات التي تضمنُ العدالةَ والإفصاح والشـفافية، كما تقومُ بمعاقبة ومَنْع أي تصرفات تؤثِّر سلبياً على استقرار وسلامة النظام المالي في مجمله، بما فيه السوق المالية.

ولعـلَّ أبرز ملامـح هيكل النظام المالي في كثير من الدول النامية هو الاعتماد الشـديد على القطاع المصرفي وتهميش دور الأسـواق المالية، ويُسمَّى هذا الاقتصاد الذي تكون فيه أفضلية كبيرة للقطاع المصرفي باقتصاد الاسـتدانة أو القروض، حيث يُركِّز تمويل الاقتصاد في هذا النظام على القرض المصرفي المرتبط بالبنوك مباشرةً (مصيطفى وبوزيان، ٢٠١٥).

١-٢. نبذة تاريخية عن نشأة سوق المال:

ليـس هناك اتفاقٌ حول بداية نشـأة السـوق المالية «financial market» أو سـوق الأوراق المالية «Stock market» في العالم، ويُعتقد أنَّ أول سـوق للأوراق المالية نشأت في مدينة بروج «Bruges» شمال غربي بلجيكا في القرن الثالث عشر الميلادي، حيث كان التجار يَفِدون إلى المدينة وينزلون بفندق لعائلة تحترف الصرافة تُسمَّى فان دير بورص (Van-der Burse)، ومن اسـم هذه العائلة اشتُقت كلمة البورصة «Bourse» التي تُستخدم كمرادف لسوق الأوراق المالية (Smith,B.M, 2003).

وتُعَـدُّ شركة الهند الشرقيـة «East India Company» التي أُنشِـئت في عام١٦٠٢ في هولندا هي الشركة الأولى في العالم التي تصدرُ أسـهماً يتم تداولها والمتاجرة بها، حيث كان الوسـطاء يتبادلون أسهمَ الشركة تحت جسرِ أمستل «Amstel» في مدينة أمستردام، والذي تطوَّر ليُصبح أولَ سوق مالية في التاريخ.

وفي القــرن الثامن عشر الميلادي ظهرت بورصة الأوراق المالية في فرنســا عام ١٧٢٤، ثم أُنشِــئت بورصة بريطانيا عام ١٧٧٣ في مدينة لندن، وفي نهاية القرن عام ١٧٩٢م أُنشِــئت ســوق نيويورك للأوراق المالية في شــارع المال المعروف بـ«وول ستريت Wall Street»، وفي اليابان أُنشِئت بوصة طوكيو في عام ١٨٧٨م، ثم توالت الأسواق المالية في الدول الأخرى تباعاً حيث شــاع التعامل في الأوراق المالية على مســتوى العالم بشكل كبير خلال القرنين التاسع عشر والعشرين الماضيين.

وكانت بورصة باريس هي السوق المالية الأهم عالمياً حتى قيام الثورة الفرنسية، فاحتلت عندها بورصة لندن الأهمية الأولى في العالم، ومع نهاية عقد الثمانينيات من القرن العشرين تغير ترتيب البورصات الدولية لصالح الولايات المتحدة واليابان (Atack & Neal ,2009).

عربيًّا، كانت بورصة الإســكندرية هي الأولى وأُنشِــئت في عام ١٨٨٣، تلاها بسبع سنين إنشاء بورصة القاهرة في عام ١٨٩٠، في حين تأسست بورصة بيروت في لبنان عام ١٩٢٠، وفي عام ١٩٧٧ افتُتحت ســوقا تونس والمغرب للأوراق المالية، ثم تبعهما إنشــاء سوق عمان في الأردن عام ١٩٧٨. وافتُتحت سوق الأوراق المالية في السعودية عام ١٩٨٥، وفي العام ١٩٨٨ قامت دولة البحرين بإنشاء بورصتها، وأنشأت سلطنة عمان سوقَ مسقط للأوراق المالية في عام ١٩٨٩، ثم أُنشِــئ في العراق في العام ١٩٩١ ســوق بغداد المالي، وصدر قرار إنشاء سوق الخرطــوم للأوراق المالية عام ١٩٨٢ ولم تبدأ نشــاطها الفعــلي إلا في ١٩٩٤، وفي عام ١٩٩٦ تم افتتاح ســوق فلســطين للأوراق المالية، أما في الجزائر فقد أُنشِئت سوق الأوراق المالية (تُسمَّى بورصة القيم المنقولة) في عام ١٩٩٣. وتعدُّ سوق المال الكويتية هي الأولى والأقدم في الخليج وتأسست في عام ١٩٦٢، في حين تمَّ تأسيس سوق دبي المالي عام ٢٠٠٠ وهو العام نفسه الذي تأسست فيه سوق أبو ظبي للأوراق المالية (الأسرج، ٢٠٠٤).

ويوضح الجدول رقم (١-١) أهم الأسواق المالية أو البورصات المعروفة في العالم اليوم.

جدول (١-١)

أهم الأسواق المالية المعروفة في العالم اليوم

اسم السوق المالية	اسم المؤشر	الأسهم التي يتضمنها المؤشر
نيويورك	مؤشر داو جونز الصناعي DJIA	أكبر ٣٠ شركة
لندن	فوتسي ١٠٠ FTSE	أكبر ١٠٠ شركة
باريس	كاك CAC	أكبر ٤٠ شركة
فرانكفورت	داكس ٤٠ (DAX 40)	أكبر ٤٠ شركة
طوكيو	نيكي ٢٢٥ (NIKKe 225)	أكبر ٢٢٥ شركة
نيويورك	نازداك	أكبر ٥٠٠٠ شركة

المصدر: هيئة السوق المالية، ٢٠١٧.

١-٣. تعريف سوق المال وتقسيماتها ومهامها:

١-٣-١. تعريف سوق المال:

تتعدد تعريفات السوق المالية « Financial Market» بحسب النظر لها؛ كونها مكاناً يجمع البائع والمشتري، أو لكونها تنظيماً لنوع معين أو خاص من الأوراق المالية، أو لكونها وسيلةَ التقاء بين مالكي الأموال (المدخرين أو المقرِضين) والشركات أو المستثمرين المحتاجين لهذه الأموال (المقترضين) لبدء أنشطة جديدة أو التوسُّع في مشاريع قائمة، كما يمكن تعريفُها كذلك بحسب كيفية إصدار الأوراق المالية التي تُتداول فيها وتواريخ استحقاقها.

وتُعرَّف السوق المالية بأنها «عبارة عن تنظيم يتمُّ بموجبه الجَمْع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وقد تكون موجودةً في موقع مادي أو يكون الموقع افتراضيًّا عن طريق استخدام شبكات الحاسب والاتصالات» (شندي، ٢٠١٣).

كما تُعرَّف بأنها «مكان تجمُّع تُجرى فيها المعاملات على الأوراق المالية في ساعات محدَّدة ومُعلَن عنها، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع

من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية ســواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع» (رشيد، ٢٠٠٦).

وهناك تعريفٌ ثالث للسوق المالية بأنها «التنظيم الذي يُمكِّن أصحاب الأموال الفائضة أو الزائــدة مــن الاتصال الدائــم - المباشر أو غير المباشر - مع الأطـراف التي لديها عجز في الأموال، حيث يمكِّنهم من إتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة مُنظَّمة وَفْق شروط مُحدَّدة» (شندي، ٢٠١٣).

ومــن تعريفاتها أيضاً أنها «مكان معلوم ومُحدَّد مســبقاً يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادُل بيعاً وشراءً، ويتوفر فيه قدرٌ مناســب من العلانية والشفافية، بحيث تنعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم فتتحدد الأسعار» (أبو مؤنس، ٢٠٠٦).

وتُعرَّف بحســب وظيفتهــا بأنها «قناة تمويل تتمُّ من خلالهــا عملية انتقال الأموال من الأشخاص الذين لديهم فائض في الدخل (المدخرين – المقرضين) إلى الأشخاص الذين لديهم نقص في الدخل (المنفقين – المقترضين)» (الفرس، ٢٠٠٦).

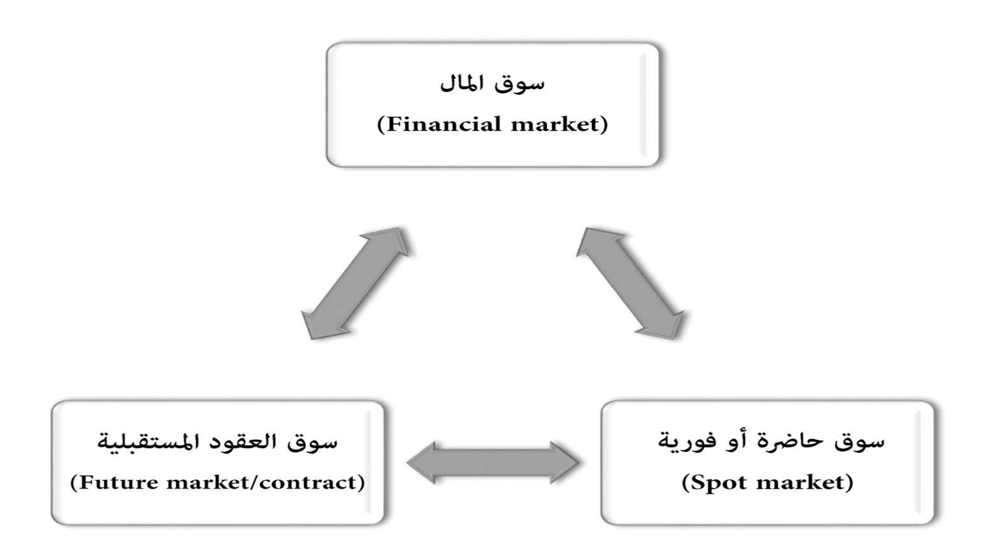
ومــن التعريفات الســابقة يتضح أنَّ دور ســوق المــال هو توفير آليــة أو قناة لتمويل الأنشطة الاقتصادية، كما أن المبادلة في هذه السوق تقتصر على المال؛ ولهذا تُسمَّى السوق المالية، وتؤدي الســوق المالية وظيفتَها من خلال أدوات مالية معينة، كالأســهم والسندات والصكوك وغيرها من الأوراق المالية، حيث تصدر الجهات المحتاجة إلى المال هذه الأدوات، وتبيعها للجهات ذات الفائض المالي.

١-٣-٢. تقسيمات سوق المال:

تنقسم سوق المال Financial Market بحسب توقيت التداولات فيها إلى سوقين، هما:

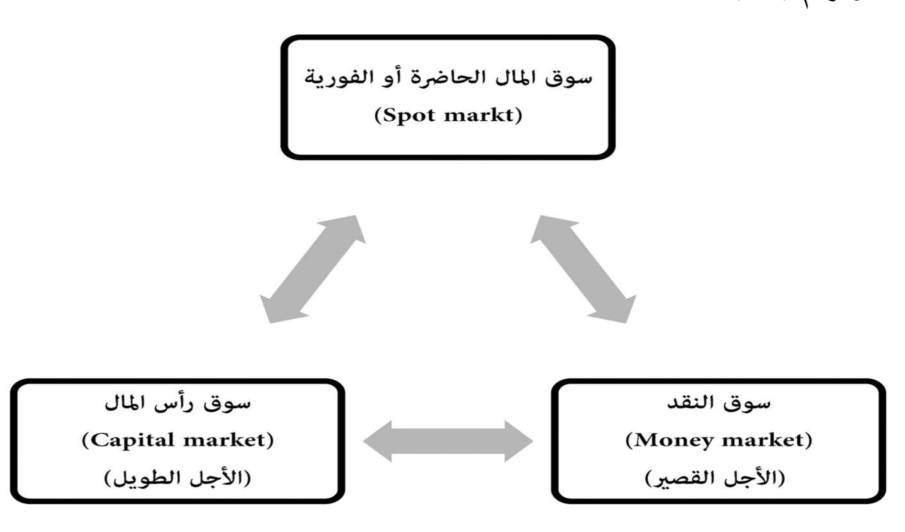
الأولى: سوق الصفقات الحاضرة أو الفورية «Spot market».

الثانية: ســوق الصفقات أو العقود الآجلة، وتُسمَّى « Future market»، أو «Future contracts»، بحسب ما يتضح من الشكل رقم (١-٢) التالي.



شكل (١-٢): أقسام سوق المال بحسب توقيت التداول

والنوع الأول: الذي هو السوق الحاضرة أو الفورية هي السوق التي تتمُّ فيها عمليات البيع والشراء بموجب التسليم الفوري، وتنقسم بدورها إلى قسمين بحسب ما يتضح من الشكل رقم (١-٣).



شكل (١-٣): أقسام السوق الفورية

وتعتبر السوق المالية مصدراً للتمويل قصيرَ الأجل، وهو ما تُوفِّره سوق النقد، وكذلك تُعتبر مصدراً للتمويل طويل الأجل، وهذا ما تُوفِّره سوق رأس المال (البورصة) التي تلعب دوراً كبيراً في تمويل النفقات اللازمة من الأموال لبدء الأنشطة الاقتصادية أو توسُّعها.

وفيما يلي عرض موجز لهاتين السوقين:

سوق النقد:

وهي سوق مُخصَّصة لطرح الأوراق المالية ذات الأجل القصير، والتي تكون فترة استحقاقها من يوم واحد لأقل من سنة واحدة، مثل أذونات الخزينة التي تصدرها البنوك المركزية لامتصاص فائض السيولة والسيطرة على معدلات التضخم، وكذلك الأوراق التجارية التي تصدرها الشركات لسدِّ الخلل الآني الناتج عن فرق بين إيرادات الشركات ومصروفاتها. كما تتضمن هذه السوق شهادات الإيداع «Certificate of Deposit (CD's)» التي تصدرها البنوك التجارية أو غيرها من المؤسسات المالية للمودعين مقابل سعر فائدة معين، وكذلك تتضمن السوق النقدية اتفاقيات إعادة الشراء «Repurchase agreement» (تُختصر عادة (الريبو Repo)، وهي شكل من أشكال القروض قصيرة الأجل تكون بضمان أذونات الخزينة أو بضمانات حكومية أخرى.

ولأن الأوراق المتداولة عادةً في سوق النقد هي أدوات مديونية «Debt instruments» فيكون لحاملها الحقُّ في استرداد المبلغ الذي سبَق أن أقرضه لطرف آخر مع فوائده عند تاريخ الاستحقاق «Maturity date»، كما يمكن لحامل هذه الأوراق بيعها في أي وقت (قبل حلول فترة استحقاقها) بحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق.

وتختلف سوق النقد عن سوق الأوراق المالية الأخرى في أنَّ تركيز المستثمر فيها يكون على الأمان «Safety»، فأدوات سوق النقد تتميز بالسيولة العالية مما يمكِّن حاملها من بيعها وتسييلها بسرعة ودون خسائر رأسمالية تُذكر، كما أنَّ سيولتها العالية وقصر فترة استحقاقها مقارنةً بأدوات سوق الأوراق المالية يجعل مخاطرَها قليلة جدًّا إنْ لم تكن معدومة[٢].

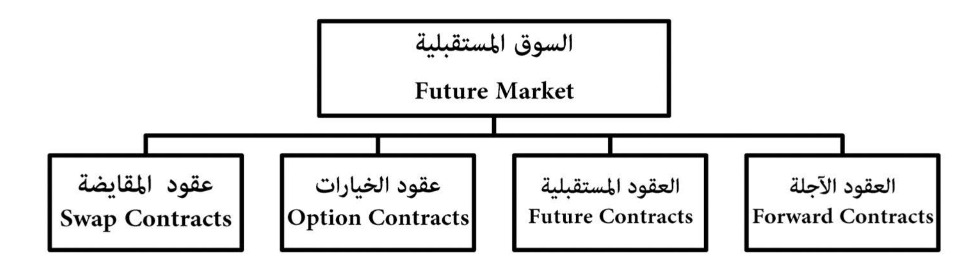
(٢) ليس معنى هذا أن سوق النقد بلا مخاطر، بل هي مُعرَّضة للمخاطر، مثل الخسارة الناتجة عن ارتفاع التضخُّم أو المخاطر الناجمة عن تغيُّر قيمة العملة وغيرهما من المخاطر، ولكنها أقلُّ كون الاستثمار فيها قصيرَ الأجل ومرتفعَ السيولة مقارنةً بالاستثمار في الأسواق طويلة الأجل.

سوق رأس المال:

سوق رأس المال «Capital market» أو «Security exchange» أو البورصة «Bourse»، هي النوع الثاني من ســوق المال الحاضرة أو الفورية، وهي الســوق الأشهر والأكبر في سوق المال، وفي هذه السوق يتم التعامل بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، وهي الأدوات التي تزيد فترة استحقاقها عن سنة واحدة بغض النظر عن كون هذه الأدوات أدوات مديونية «Debt instruments» مثل الســندات، أو أدوات ملكية «Ownership Instruments» كالأســهم[٣]. وسُــمِّيت هذه الســوق بســوق رأس المال؛ لكونهــا السوق التــي يلجأ إليهــا أصحاب المشروعات للحصول على رأس المال لتمويل مشروعاتهم المختلفة (آل فواز، ٢٠١٠).

السوق المستقبلية أو الآجلة Future market:

وهي النوع المقابل للأسواق الفورية، وهي أسواق يتمُّ التعامل فيها بعقود يتمُّ تنفيذها في المستقبل بناءً على الغرض من كل نوع من هذه العقود، ويُوضِّح الشكل رقم (١-٤) أهمَّ العقود التي تتضمنها هذه الســوق، وننوه إلى أنه ســيتم اســتعراض مكونات هذه السوق بالتفصيل عند الحديث عن المشتقات المالية في الأجزاء القادمة من هذا الفصل.



شكل (١-٤): أنواع العقود في السوق المستقبلية

كما تنقسم السوق المالية بحسب طبيعة الإصدارات فيها إلى نوعين، هما:

١- **الســوق الأوليّ «Primary Market»:** وتُســمَّى أســواق الإصدار، وهي الســوق التي يتم فيها طرح الأوراق المالية للمرة الأولى من قِبل الشركات والمؤسســات المصدرة لهذه الأوراق والباحثة عن تمويل لأنشطتها الاقتصادية.

(٣) أدوات الملكية أكثر تذبذباً في السعر وأكبر مخاطرةً مقارنة مع أدوات المديونية.

٢- **السوق الثانوي «Secondary Market»:** وتُسمَّى سوق التداول، وتبدأ وظيفة السوق الثانــوي بمجرد الانتهاء من الاكتتــاب في الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية الخاصة بالشركات، حيث يتمُّ تداول الأوراق المالية بعد أن أُصدِرت في الســوق الأولي، والتداول في هذه السوق يتعلق بتبادل ملكية الأسهم من مشترٍ لآخر يرغب في امتلاك السهم، ولا علاقة للشركة المصدرة للسهم بالصفقات التي تتمُّ في هذه السوق على أسهمها.

وأيضاً تنقســم السوق المالية بحسب نوع الشركات التي يُسمح بتداوُل أسهمها فيها إلى نوعين، هما:

١- **الســوق النظامية أو الرئيســية «Organized or Main Market»:** هي السوق التي يتمُّ التعامل فيها بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة ومحددة من حيث القيمة وجودة الأداء المالي، وتخضع الشركات في هذه الســوق لشروط معينة خاصة بالتسجيل والإفصاح.

٢- **الســوق الموازيــة «Parallel Market»:** وهي ســوق يتمُّ من خلالها الســماح لبعض الشركات بإدراج أسهمها بشروط إدراج ميسرة خاصة بهذا السوق. ويتم في هذه السوق الســماح للشركات حديثة النشأة التي لم تلبِ أحدَ متطلبات الإدراج وشروطه في السوق الرئيسية، أو الشركات المتعثرة مالياً حتى تتغلب على هذا التعثر. وقد تُنقل الشركة من السوق الرئيسية إلى السوق الموازية في حالة عدم تحقيقها لأحد شروط البقاء في السوق الرئيســية من حيث الأداء المالي، أو أحجام التداولات، أو تحقيق الشركة لخســائر تفوق نسبة معينة من رأس مالها(٤).

وتنقسم أسواق الأوراق المالية من حيث التنظيم إلى قسمين، هما:

١- **سوق منظمة «Organized Market»:** وهي سوق تعمل بشكل رسمي، وتُمارس فيها المعاملات حسب أنظمة وقواعد محددة، وتخضع هذه السوق لرقابة جهة إشرافية، كما أن لهذه السوق مكاناً أو نطاقاً محدداً ومواعيد عمل محددة ومقننة، وتُطبَّق على هذه السوق قواعد الإفصاح والشفافية، وتُعرض بياناتها بشكل دوري ومُفصَّل ومتاح للجميع.

(٤) هناك أيضاً ما يُسمَّى السوق الثالثة Third market، حيث يكون التعامل عبر مكاتب الوسطاء في أسهم شركات لا تنطبق عليها شروط إدراج محددة للتداول داخل صالات التداول، أو لحالات نقل ملكية الأوراق المالية خارج الصالة دون الحاجة لتدخُّل وسيط فيها.

٢- **ســوق غير منظمة «Unorganized Market»:** هي ســوق لا تخضع للرقابة النظامية والرســمية، وتُتداول فيها أوراق مالية لبعض الشركات التي ليســت مُدرَجة في الســوق النظامية، وهذه الأوراق غير مُحدَّدة بســعر معين ومُوحَّد كما في السوق النظامية، وإنما يتم الاتفاق على سعرها بين البائع والمشتري في هذه السوق.

١-٣-٣. مهام سوق المال:

لعلَّ أولى مهام ســوق المال بجانب توفير التمويل اللازم للاســتثمارات هو جَعْل الأوراق المالية قابلةً للتســييل والتداول، وكذلك تحديد أســعار هذه الأوراق حسب قانوني العرض والطلب الاقتصاديين. ويمكن تعداد بعض مهام السوق المالية كما يلي:

١- إتاحة الفرصة لملاك الأصول المالية لتسييل ممتلكاتهم بدون تصفية المشاريع، من خلال قيامهم ببيع الأسهم لغيرهم.

٢- إيجاد ســوق مســتمرة لأدوات الاســتثمار المالية تُوفِّر إمكانية تســييل الأصول بسرعة وبسهولة وبأدنى تكلفة.

٣- تسجيل مُنظَّم ومُعتمد لحركة الأسعار في السوق باليوم والتاريخ والحجم والكمية المتداولة.

٤- يعتبر ســوق المال مؤشراً لظروف الاســتثمار وجودة عوائده من عدمها بحســب دورات الاقتصاد المختلفة.

٥- تعمل السوق المالية على تنشيط الأعمال من خلال توفير السيولة اللازمة لتوفير النشاط (استخدام الأوراق المالية كضمانات للحصول على قروض أو شركاء في المشروع).

٦- تعمل السوق المالية كسلطة رقابية خارجية وغير رسمية على أداء الشركات المدرجة في السوق.

٧- وسيلة مهمة للتحوُّط ضد تضخُّم الأسعار والحفاظ على قيمة النقود من خلال استثمارها في أصول تدرُّ عوائد، فلا تتآكل قيمة النقود مع التضخُّم مع مرور الزمن (أبو مؤنس، ٢٠٠٦).

١-٤. الشروط الواجب توافرها لقيام سوق المال:

لقيــام ســوق مالية فاعلة تؤدي مهامها بصورة صحيحة وكفــؤة لا بد من توافر شروط، منها:

١- ضرورة استقرار المناخ الاستثماري بأن يكون البلد في حالة من الاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي والأمني.
٢- ضرورة توافر سيولة جيدة ومرنة ناتجة عن وفرة مدخرات الأفراد وثرواتهم في الاقتصاد.
٣- ضرورة وجود هيكل متكامل من البنوك والمؤسسات المالية وشركات الوساطة التي تستخدم أساليب فنية متقدمة لإدارة السيولة وتوجيهها بين مختلف أنواع الاستثمارات.
٤- ضرورة وجود حرية اقتصادية في الأسواق بما يُعزِّز عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب، ويوازن الأسعار دون تدخُّل أو توجيه خارجي من أي جهة كانت.
٥- تنوُّع أدوات الاستثمار واختلافها من حيث المبالغ وفترات الاستحقاق والمخاطر، وأن تتسم هذه الأدوات بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكيتها وتداولها في السوق بين مستثمر وآخر بسرعة وبلا قيود.
٦- ضرورة وجود شبكة اتصالات وتقنية متقدمة وفعَّالة بما يُمكِّن السوق من تنفيذ أكبر حجم من التعاملات، وربط الأسواق المالية بين المناطق المختلفة؛ وهو ما يتيح التعرُّف على الفرص الاستثمارية المختلفة في الأسواق المختلفة في وقت متزامن وقصير.
٧- ضرورة توافر البيانات والمعلومات الضرورية عن السوق المالية وإتاحتها للجميع، بما يضمن الشفافية والنزاهة في التعامل في السوق، وكذلك وجود التقارير والقراءات التي تُقدِّمها خبرات وكفاءات بشرية متخصصة في تداولات السوق، بما يساعد المتعاملين على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح.
٨- ضرورة وجود هيكل مؤسسي فعَّال، أي جهاز حكومي يُنظِّم ويشرف بصورة كاملة على مختلف نشاطات السوق المالية؛ من حيث الأدوات المدرَجة فيها وطريقة إصدارها وتداولها، والترخيص والتأهيل للأشخاص العاملين، وحماية المتعاملين في السوق ومَنْع كل تجاوز للقوانين والإجراءات التي تحكم العمل في السوق.

١-٥. المشاركون في سوق الأوراق المالية:

يتشكل أي سوق مالي منظم من أربع جهات رئيسية، تُمثِّل في مجموعها الأطراف ذات العلاقة بالسوق، وفيما يلي نبذة مختصرة عن تلك الجهات ودور كلٍّ منها:

١- **هيئة الســوق المالية:** وهي الجهة المسؤولة عن الحفاظ على النظام والعدالة والإفصاح والشفافية في الســوق المالية؛ من خلال وضع قواعد وأنظمة ولوائح للتداولات، والتأكُّد من اتباع المتعاملين في السوق لهذه الأنظمة واللوائح، وردع ومعاقبة مَن يخالفها، وهي تقوم بهذا الدور بناءً على إشرافها المتواصل على السوق لتطوير آلياته وتلبية احتياجات كافة الأطراف العاملة فيه.

٢- **المســتثمر:** وهو مصدر الأموال في الســوق المالية، ســواءً كان فرداً أو شركة أو هيئة أو مؤسسة أو غيرها.

٣- **الوســطاء الماليــون:** وهم الجهة المُرخَّص لهــا بالتعامل بالأوراق الماليــة بيعاً وشراءً في الســوق المعنية، أي إنها الجهة التي تقوم بتنفيذ أوامر المســتثمرين، وقد تكون «شركة وســاطة» أو «بنكاً» أو أي «مؤسســة مالية» أخرى تمنحها الهيئة المشرفة على الســوق المالية الترخيصَ لمزاولة مهنة الوساطة والتداول.

٤- **الوســيط:** وهو موظف يختاره العضو، ويقوم بعمليات الوســاطة بيعاً وشراءً في السوق لتنفيذ أوامر عملاء العضو.

٥- **صانع السوق:** إضافة للأطراف الأربعة في السوق، يمكن إضافة مشارك خامس مُهم يُعرف في الأســواق المالية بصانع الســوق «Market maker»، والهدف من وجود صانع الســوق هو إيجاد توازن مســتمر بين جانبي العــرض والطلب للأوراق المالية، وتقليص الفجوة بين سعر الشراء وسعر البيع. وصانع السوق هو جهة مُرخَّص لها للعمل باستمرار على تحديد ســعر لسهم معين هو متخصص فيه؛ بهدف تحقيق طلب وعرض (سيولة) دائمة ومستمرة على ذلك السهم أو مجموعة الأسهم التي يتخصص فيها. وعلاقة صانع السوق دائماً علاقة عكسية مع اتجاه السوق؛ وذلك لأن صناعة السوق تهدف لخلق استقرار للأسعار في السوق. وعادة ما يكون صانع السوق عبارة عن مؤسسات مالية قوية ومتعهدة ومستعدة، ولديها القدرة على تأمين أعداد الأسهم المطلوبة للبيع أو للشراء (الشراح، ٢٠٠٦).

١-٦. دور سوق المال في الاقتصاد الكلي:

تقوم الأســواق المالية بجملة من المهام الاقتصادية الحيويــة التي تدعم الاقتصاد الكلي والنمو والتنمية، ويمكن تحديد أبرز هذه المهام كما يلي:

- تشــجيع الادخار: فوجود الأسواق المالية يدعم ويُشجِّع الأفراد على ادخار بعض دخولهم بغرض الاستفادة من العوائد التي تتيحها السوق المالية بدلاً من استهلاك هذه الدخول.
- زيادة تراكُم المصادر المالية المتاحة في المجتمع: تســاعد الأسواق المالية الأفراد في استثمار مدخراتهم من خلال الاكتتاب بأسهم الشركات أو شراء السندات التي تصدر عن الحكومة أو عــن بعض الــشركات؛ وهو ما يعني إضافةَ مصادر تمويلية جديدة للســوق، بما يخدم الاقتصاد الوطني في مجمله.
- زيــادة كفــاءة تخصيص المــوارد في الاقتصاد: تعمل الأســواق المالية عــلى خلق الفرص الاســتثمارية البديلة لمدخرات الأفراد، فبدلاً من اقتناء ســلع معمــرة أو معادن ثمينة أو تحف أو عملات أجنبية يمكنهم استثمار أموالهم في السوق المالية، ومن ثَمَّ زيادة الأصول المنتجة في الاقتصاد.
- دعــم زيادة الإنتاجية والكفاءة في الاقتصاد: تعمل الأســواق المالية على توجيه مدخرات الأفراد إلى الشركات التي تُحسِن استغلالَ الموارد المتاحة لديها (أي الشركات الأكفأ)، والتي تدفع بأســهمها إلى الصعود نتيجة أدائها المتميز تشــغيليًّا وإداريًّا، وبالتالي تسعى جميع الشركات للتنافس لرفع معايير إنتاجيتها وكفاءة أدائها لتحصل على التمويل اللازم للتوسُّع في أنشطتها وزيادة تنافسيتها في السوق.
- التنبؤ بحالة الاقتصاد والتدخُّل لاتخاذ الإجراءات المناســبة: فالســوق المالية مرآةٌ تعكس حالةَ الاقتصاد في ركودها وانتعاشها، وبالتالي يُوفِّر أداؤها فرصةً لمتخذ القرار للتدخُّل من خلال زيادة السيولة أو تقليلها في الاقتصاد في حالتي الركود والانتعاش.
- الحد من هجرة رؤوس الأموال المحلية للخارج: فوجود سوق مالية جيدة تحدُّ من تدفُّق الأرصدة المالية إلى الخارج بحثاً عن الفرص الاســتثمارية، كما يُســهم تطوُّر السوق المالية المحلية في عودة الأموال المهاجرة للعمل في الاقتصاد المحلي.
- تقليل المخاطر في الاقتصاد: تتيح الأســواق المالية للأفراد والشركات منتجاتٍ لا تتوفر في غيرها لتقليــل المخاطر؛ وذلك من خلال توزيع الثروة على عدة أدوات اســتثمارية والتأمين عليها، أو من خلال الاســتثمار في الأدوات المســتقبلية وعقود الخيارات التي تعمل على حماية المحفظة الاستثمارية من خطر انهيار الأسعار، كما أن متطلبات الشفافية والإفصاح في السوق المالية تحدُّ من انتشار الإشاعات والفوضى، بما يؤدي إلى تقليل المخاطر في الاستثمارات (الجزار، ٢٠١٧).

١-٧. أدوات سوق رأس المال:

يُتــداول في ســوق رأس المال عادة نوعان مــن الأوراق أو الأدوات الماليــة: الأول يمثّل أداة ملكيــة، وهي الأســهم بنوعيها (العادية والممتازة)؛ والثــاني ويُمثّل أداةَ مديونية، وهي السندات والصكوك، إضافة إلى المشتقات المالية. وفيما يلي شرح موجز لكل نوع[٥].

١-٧-١. الأسهم: تعريفها وخصائصها وأنواعها:

تُعرَّف الأســهم «Stocks» بأنها «صكوك ملكية متساوية القيمة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، وتُعبِّر عن حصة صاحبها في رأسمال الشركة، وتمنحه حقوقاً معينة، مثل: حق اقتسام أرباح الشركة، وحق المساهمة في توجيه ومراقبة نشاط الشركة، والحق في الحصول على نصيبه عند تصفية الشركة، وحق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة» (الشـدَّادي، د.ت).

ومن التعريف فإنَّ الأسهمَ هي عبارة عن صكوك قابلة للتداول تصدرها شركة مساهمة، وتُعطَى للمســاهم لتُمثِّــل حصته في رأس مال الشركة. وبشــكل عام، تعتبر الأســهم أداةَ التمويل الأولى والأساسية لتكوين رأس مال الشركات المساهمة.

خصائص الأسهم:

يتميز السهم عن غيره من الأوراق المالية الأخرى بعددٍ من المميزات، والتي من أهمها:

- قابليــة التــداول: وهو ما يُوفِّر للســهم مرونةً عاليةً في ســوق الأوراق المالية، حيث من الممكن التنازل عن الســهم وبيعه وشراؤه بسهولة جداً، ولا يتطلب البيع والشراء للأسهم اتبــاع خطوات مكلفة؛ كالحوالة العادية على ســبيل المثال، والتــي تتطلبُ ضرورةَ قبول الشركات المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها.
- القيمة المتســاوية للأسهم: وهذا يعني أنَّ الأسهم العادية التي تصدرها الشركة المساهمة تكون أسهماً متساوية القيمة، ولا يحقُّ لها إصدار أسهم عادية بقيم مختلفة، وهذا الشرط خاصٌّ بالأسهم، وقد لا يوجد في بعض الأوراق المالية الأخرى.

(٥) هناك أدوات مالية تجارية ولكنها في حقيقتها لا تُمثِّل أوراقاً مالية، ولا تدخل في تعريف الأوراق المالية؛ كالشيكات، والكمبيالات، وبوليصات التأمين، والاعتمادات المستندية، ولن يتم التطرُّق لها في هذا الكتاب.

- المسـؤولية المحددة لمالك السـهم: حيث تنصُّ قوانين شركات المسـاهمة على أن مسؤولية المساهم تكون محدودةً في الشركة بقدر ما يملك فيها من الأسهم، وهو على خلاف مسؤوليات الشريك في شركات الأشخاص أو شركات التضامن، والذي تكون مسؤوليته غيرَ محدودة.

أنواع الأسهم:

تُقسَّم الأسـهم إلى أنواع مختلفة وعلى أسس ومعايير مختلفة، ونشير هنا إلى أهم هذه الأنواع[٦]:

١- الأسهم العادية «Common Stocks»:

ويصدر هذا النوع من الأسـهم في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، ولا يعطي لحامله أيَّ ميزة خاصة عن غيره من المسـاهمين. وتعتبر الأسـهم العادية مصدرَ تمويل طويل الأجل، حيث لا يسـتطيع المستثمر اسـترداد قيمة السهم من الشركة وإنما يمكنه بيعه لشخص آخر.

وللسهم العادي عددٌ من الخصائص، منها:

- تعتبر الأسـهم مصدراً دائماً ومسـتقراً لتمويل الشركات، ولا يجوز بأي حال اسـترداد قيمة الأسهم من الشركة.
- لحامل السـهم العادي حقُّ الحصول على حصة من أرباح الشركة بعد اسـتيفاء أصحاب الحقوق الأخرى (الدائنين، السندات، والأسهم الممتازة) لنصيبهم[٧].
- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند التصفية وبعد استيفاء كافة الحقوق الأخرى لأصحاب الأولوية.
- حق حضور الجمعية العامة للشركة، ومناقشـة تقارير مجلس الإدارة والقوائم المالية لها وتقرير مراقب الحسابات، وحق التصويت على قرارات الجمعية العامة.

(٦) هناك نوعان آخران، هما: الأسهم لحاملها، والأسهم لأمر (تُسمَّى الأسهم الإذنية)، ولن يتم التطرق لهما في هذا الكتاب لقلة استخداماتهما.

(٧) في حال كانت التوزيعات السنوية بصورة أسهم بدلاً من النقد، فيتحدد نصيب المستثمر من الأسهم الإضافية بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة، وتلجأ الشركات عادةً لتوزيع أسهم بدلاً من الأرباح النقدية للحد من ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة.

- حق الترشـيح لمجلس الإدارة وفقاً للنظام الأساسي للشركة، والذي ينصُّ على حق المساهم في الترشُّح متى امتلك عدداً معيناً من أسهم الشركة.
- حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة.
- في حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي قام بدفعها لشراء السهم، كما أنه ليس من حقه أن يطالب بنصيبه من الأرباح طالما لم تُقرِّر الإدارة توزيع أي أرباح حتى لو كانت الشركة فعلياً تُحقِّق أرباحاً.

وللسـهم العادي ثلاث قيم: قيمة اسـمية، وقيمة دفترية، وقيمة سـوقية. فالقيمة الاسـمية «Par Value» (وتُسمَّى أيضاً Face Value)، وهي القيمة التي تُحدَّد للسهم عند تأسيس الشركة وتُدوَّن فـي شـهادة السـهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسـهم يتكون رأس مال الشركة جزئيـاً أو كلياً. والقيمة الدفترية «Book Value» وتُسـمَّى أيضاً القيمة المحاسـبية، وهي قيمة حقـوق الملكية التي تتضمـن الاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وتُستخدم عادة عند تصفية الشركة، ويمكن حسابها حسب المعادلة:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}}$$

حيث إن إجمالي حقوق المساهمين = رأس المال، والاحتياطيات وكذلك الأرباح غير الموزعة.

أمَّا قيمة السـهم السـوقية «Market Value» فهي القيمة (السـعر) التي يُتداول بها السـهم في سـوق المال، وهذه القيمة تتغير بشكل شـبه يومي، بل ربما تتغير أكثر من مرة خلال اليوم الواحد.

٢- الأسهم الممتازة «Preferred Stocks»:

وهي أسـهم لها امتيازات على الأسـهم العادية في الأربـاح أو التصويت أو حين تصفية الشركة، ويُوفِّر هذا السـهم لحامله مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي سواءً من حيث الربح السنوي، أو عند اقتسام أصول الشركة حال إعلان إفلاسها أو عند تسييل أصولها، كما قد يكون له أولوية أو وزن نسبي أكبر في التصويت إذا ما نصَّ نظام الشركة على ذلك.

وللسهم الممتاز عددٌ من الخصائص، منها:

- لحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة.
- لحامل السهم الممتاز الحقُّ في توزيعات سنوية، وتتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وفي حالة عدم تحقيق الأرباح في سنة مالية ما أو تحققت أرباح ولكن الإدارة قررت عدم توزيعها؛ فعليه لا يحقُّ للشركة إقرار أي توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم.
- معظم الأسهم الممتازة من النوع التراكمي، بمعنى أن أي توزيعات مستحقة لم تتمكن الشركة من دفعها في السابق لا تسقط كما في حالة الأسهم العادية، ولا بد من دفعها بشكل تراكمي في المستقبل.
- يمكن للشركة المصدرة للأسهم الممتازة استدعاؤها (أي إعادة شرائها) واستبدالها بأخرى ذات معدل ربح منخفض إذا رغبت إدارة الشركة في ذلك، وكانت ظروف السوق تسمح لها.

١-٧-٢. السندات: تعريفها وخصائصها وأنواعها:

يُعرَّف السند «Bond» بأنه «أداة مالية تصدرها الحكومات والشركات عندما تريد اقتراض مبلغ كبير من المال، يتعذر في العادة أن تحصل عليه من فرد واحد أو مؤسسة واحدة، فيتم تجزئة القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية، وتُصدر في مقابل كلِّ جزءٍ صكًّا يحمل قيمةً اسميةً مساويةً لذلك الجزء، بحيث يُمثِّل مجموع قيم هذه الصكوك مجموع المال الذي تريد اقتراضه، ثم تُعرَض هذه الصكوك على الراغبين في الإقراض من الأفراد والمؤسسات، ليشاركوا جميعاً في تقديم القرض»[٨] (آل فواز، ٢٠١٠).

ومن التعريف السابق، يمكن القول إنَّ السند يُمثِّل عقداً مكتوباً بين الجهة المصدرة له (المقترض أو البائع) ومشتري السند (المُقرِض)، حيث يقوم مشتري السند بشراء السند مقابل وَعْد من المصدر (البائع) بدفع عائد معين وفي أوقات معينة، بالإضافة إلى إعادة دفع المبلغ الأصلي لصاحبه عند نهاية أجل السند أو تاريخ استحقاقه[٩].

(٨) السندات الحكومية تُسمَّى «Government bonds» في مقابل «Coorporate bonds»، وهي السندات التي تصدرها الشركات المساهمة.

(٩) قد يكون العائد ثابتاً، ويُسمَّى هذا النوع «سندات الدخل الثابت»؛ أو متغيراً كأن يُربط العائد بمعدل الفائدة أو معدل التضخُّم، ويُسمَّى هذا النوع «سندات الدخل المتغير».

والسـندات أداة اقتراض مالية متسـاوية القيمة تصدرها الحكومـة المركزية أو إحدى الجهـات التابعة لها، كـما يمكن أن تُصدِرها الشركات المسـاهمة حينما تكون في حاجة إلى سـيولة مالية للتوسُّـع في مشروعاتها ولا تستطيع زيادة رأس المال عن طريق الأسهم، أو أن تكون تكلفةُ إصدار السندات أقلَّ من تكلفـة إصـدار الأسـهم، وتُسمَّى الفائدة المدفوعة للسندات بسعر أو معدل الكوبون «Coupon rate».

ويمكن إصدار السندات عند الاكتتاب بها على ثلاثة أنواع، كما يلي:

- سـند اسـمي «Issued At Par»، وهو حينما يصدر السـند ويُباع بقيمته الاسمية، ويتم الإصـدار من هذا النوع من السـندات حينـما يكون معدل الفائدة على كوبون السـند مساوياً لمعدل الفائدة السائد في السوق في وقت الإصدار.
- سـند مخصوم «Discounted Bond»، وهو عندما يُباع السـند بأقلَّ من قيمته الاسـمية، وهذا يحدث عادةً عندما يكون سعر الفائدة السائد في السوق وقت الإصدار أكبرَ من معدل الفائدة على كوبون السند، فلا يُباع السند إلا بخصم «Discount» من قيمته الاسمية.
- سـند علاوة «Premium Bond»، وهو عندما يُباع السند بأكثرَ من قيمته الاسمية، وهذا يحدث عندما يكون سـعر الفائدة السـائد في السـوق عند إصدار السند أقلَّ من معدل الفائدة على كوبون السند، فلا يُباع السند إلا بعلاوة Premium فوق قيمته الاسمية.

وللسندات عدة خصائص، منها:

- السند صكٌّ مديونية على الجهة التي أصدرته «Debt instrument».
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت بغض النظر عن تحقيق الشركة لأرباح من عدمها.
- تُسـتوفَى قيمة السـند عند انتهاء أجله أو ما يُسمَّى تاريخ الاستحقاق «Maturity date» بغض النظر عن الوضع المالي للشركة أو الحكومة التي أصدرته.
- للسـند أولويـة في الحصول على جزء من أموال المؤسسـة أو الشركة عنـد التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة.
- يمكن انتقال ملكية السند وتبادله بين مالك وآخر عن طريق البيع والشراء في سوق الأوراق المالية.

- لا يمكن لحامل السند المطالبة بسداده قبل تاريخ استحقاقه، ولكن يمكنه بيعُه في السوق المالية كما ذُكر في الفقرة السابقة.
- الفوائد على السند تُحمل محاسبيًّا على النفقات المتغيرة؛ ومن ثَمَّ يتم خصمها من إجمالي الأرباح، ولا تخضع للضرائب.
- ليس لحامل السند حقُّ حضور الجمعية العمومية للشركة، وليس له حقُّ التصويت ولا محاسبة مجلس الإدارة، كما لا يحقُّ له الترشُّح لمجلس إدارة الشركة.

أنواع السندات:

تتنوع السندات بحسب آجالها أو العملة التي تصدر بها أو من حيث عوائدها أو ضمانها إلى ما يلي:

أ- من حيث أجلها، تنقسم إلى: سندات قصيرة الأجل وهي التي يكون تاريخ استحقاقها أقلَّ من سنة واحدة، وسندات متوسطة الأجل إذا كان تاريخ استحقاقها من سنة إلى سبع سنوات، وطويلة الأجل إذا كان تاريخ استحقاقها يزيد عن سبع سنوات[١٠].

ب- من حيث العملة المصدرة بها، تنقسم إلى: سندات محلية إذا أُصدِرت بالعملة الوطنية للدولة، وتعتبر سندات دولية إذا أُصدِرت بعملات أجنبية من قِبل الجهة المصدرة.

ج- من حيث العوائد، وتنقسم السندات إلى: سندات ذات عائد ثابت، وهي التي تعطي سعر فائدة بنسبة ثابتة ومحددة من قيمة السند؛ وسندات ذات عائد متغير، وهي سندات يحقُّ لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقاً لمعدلات الفائدة السائدة في السوق، حيث تتميز هذه السندات بإعادة النظر في معدل الفائدة عليها كل فترة زمنية معينة[١١]. ويمثل منحنى العائد «Yield curve» العلاقة بين أسعار الفائدة المستحقة للسند منذ إصداره حتى تاريخ استحقاقه وتسويته.

د- من حيث الضمان، تنقسم إلى: سندات مضمونة، وهي تلك السندات المرهون مقابلها

(١٠) ليس هناك اتفاق على هذا التقسيم، حيث تُعتبر السندات بين سنة وعشر سنين متوسطة الأجل، وما زاد عن عشر سنين طويلة الأجل.

(١١) هذا النوع تمَّ استحداثه في نهاية الثمانينيات الميلادية لمواجهة موجة التضخُّم التي أدت إلى رفع معدلات سعر الفائدة؛ وهو ما ترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات (عدنان، والمسعود، ٢٠١١).

أصول كالمباني والأراضي والأجهزة، حيث يستطيع الدائنون التصرُّف في هذه الرهون في حالة عدم مقدرة الشركة على سـداد السندات عند تاريخ استحقاقها. وسندات غير مضمونة: بمعنى أن ضمان هذه السندات هي إجمالي أصول الشركة ومركزها المالي الجيد الذي يعني مقدرتهـا على دفع الالتزامات تجاه دائنيها (ضياء مجيـد، ٢٠٠٣). ويُوضِّح الجدول رقم (١-٢) أبرزَ الفروقات بين الأسـهم والسندات من ناحية الملكية والعوائد وكيفية الإصدار وغيرها من الفروقات.

جدول (١-٢)

أهم الفروق بين الأسهم والسندات

الأسهم	السندات
السهم أداة ملكية، وهو جزء من رأس مال الشركة.	السند أداة مديونية وليس جزءاً من رأس مال الشركة.
تنقسم الأسهم إلى ممتازة وعادية.	ليس لها تقسيمات ممتازة وعادية.
مالك السهم شريك في الشركة بقدر الحصة التي يملكها من الأسهم.	حامل السند دائنٌ للشركة وليس شريكاً فيها.
ربح الأسهم متغير من عام لآخر، كما أنها قابلة للخسارة كذلك.	عائد السند ثابت، وله تاريخ استحقاق ثابت ومعروف (لمعظم أنواع السندات).
لا يمكن لمالك السهم استرداد رأس ماله من الشركة إلا في حالة التصفية (قابل للنقص)، وله بيعُه في السوق الثانوية.	حامل السند يسترد ماله عند تاريخ الاستحقاق، وله بيعه في السوق الثانوية قبل تاريخ الاستحقاق.
عوائد الأسهم تعتبر أرباحاً تخضع للضريبة.	فوائد السندات تعتبر تكاليف متغيرة تُطرح من إجمالي الربح، ولا تخضع للضريبة.
عند تصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الأخير وبعد سداد كافة الديون والسندات.	عند التصفية يكون له الأولوية في السداد.
يمكن إصدار الأسهم بالقيمة الاسمية أو بعلاوة إصدار (أكبر من القيمة الاسمية).	يمكن إصدار سندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها.

الأسهم	السندات
لحامل السهم حق الرقابة على إدارة الشركة، والتصويت في الجمعية العمومية، وترشيح نفسه لعضوية مجلس الإدارة.	ليس لحامل السند الرقابة على إدارة الشركة ولا حضور الجمعية العمومية، ولا يمكنه ترشيح نفسه لعضوية مجلس الإدارة.
لحامل السهم أولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.	ليس لحامل السند الحق في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.
لا يخضع إصدار الأسهم لملاءة الشركة، ولا يتأثر الإصدار بأي تصنيفات للشركة.	يتأثر إصدارها وفوائدها بالتصنيفات حول ملاءة الشركة، وتتدرج حسب تقييمات الشركة من AAA* إلى Junk

*تقوم وكالات التصنيف المتخصصة وأشـهرها فيتش Fitch Ratings وسـتاندارد آند بورز Standard & Poor›s وموديز Moody›s بتصنيـف الدول والشركات حسـب ملاءتها المالية، وتؤثر هذه التصنيفات على السـندات وفوائدها حسـب تصنيف الدولة أو الشركة من حيث الملاءة.

المصدر: مجيد، ٢٠٠٣.

١-٧-٣. الصكوك: تعريفها وخصائصها وأنواعها:

والصكوك"Sukuk" هي أحد أشكال الاستثمار والتمويل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية كبديل للسندات، واشـتهرت الصكوك في بداية الألفية الجديدة ونشأت في ماليزيا في بداية عام ٢٠٠٢، ولا تقتصر الاسـتفادة من إصدارات الصكوك حاليًّا على القطاع الخاص وبخاصة الشركات الكبيرة والمسـاهمة، بل امتدت إلى القطاع العام سـواء الحكومات أو المؤسسات الحكومية التابعة لها، والتي بدأت تستخدمها بكثرة في تمويل مشاريعها[١٢].

والتصكيـك، ويُسـمَّى أيضـاً التوريـق أو التسـنيد ويقابلـه باللغة الإنجليزيـة عبارة Securitization، ويعنـي تحويلَ الأدوات المالية والموجودات من الأصول والعقود، كعقود الاستهلاك، والإجارات، إلى صكوك مالية متداولة تُحقِّق أرباحاً وعوائدَ لحاملها.

وتُعرَّف الصكوك بأنها «شـهادات أو وثائق متسـاوية القيمة، اسـمية أو لحاملها، تُمثِّل حقـوق ملكية شـائعة ومشروعة في أصول أو أعيان أو منافـع أو خدمات أو حقوق مالية،

(١٢) في اللغة: الصكوك جمع صك، وهي كلمة فارسية معربة، وتعني شهادةً أو وثيقةً أو مستنداً (أبو زيد، ٢٠١٠).

أو خليطٍ من ذلك، وهي قابلة للتداول بشروط معينة، يشــترك حَمَلتها في أرباح وخســائر الموجودات التي تمثلها» (أبو زيد، ٢٠١٠).

ومن التعريف السابق، فإن الصك يُمثِّل نسبةً شائعة في ملكية أصل أو عين ما (عمارة، مبنى، شركة...إلخ)، وما يرتبط بها من حق في الدخل المنتظم المتولد من هذا الأصل، ويتم تصكيك أو هيكلة تلك الدخول المنتظمة على شكل أوراق مالية يتم إصدارها وتداولها في الأسواق المالية.

خصائص الصكوك:

للصكوك عدد من الخصائص، وفيما يلي نُعدِّد أبرزَها:

- تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها فيما تمثِّله من حقوق والتزامات مالية.
- تُمثِّل الصكوك حصةً شائعةً في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار وتحقيق العوائد.
- أنَّ الصكــوك قابلةٌ للتداول، وهــذه الخاصية تعدُّ من أهم خصائص الأوراق المالية، وذلك يُحقِّق الأغراضَ التي ابتُكرت من أجلها هذه الصكوك.
- يُطبَّق على الصكوك الإسلامية بصفة أساسية صيغة فقه المشاركة في الربح والخسارة مثلها مثل الأسهم.
- يشارك مالكو الصكوك في الأرباح المترتبة حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون الخسارة بنسبة ما يملكه كلٌّ منهم مِن الصكوك[١٣].
- تصدر الصكوك على أســاس عقــد شرعي ويُصادِق عليها هيئة شرعيــة معتمدة وموثوقة (الشمري، ٢٠١٦).

أنواع الصكوك:

تتنوع الصكوك بحسب الهدف منها، وتنقسم إلى أنواع كثيرة، ولعل أبرز أنواعها هي:

١- صكــوك الإجارة، وهي أكثر أنواع الصكوك انتشــاراً، وتُســتخدم لتمويل وبيع العقارات وإعادة استئجارها واستثمارها.

---

(١٣) وهذا من أبرز الاختلافات بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، حيث لا يتحمل حامل السند أيَّ نسبة من الخسارة.

٢- صكوك المرابحة، وتُستخدم لتمويل شراء سلعة معينة ثم بيعها في السوق بربح معين يتم توزيعه على حملة الصكوك (العائد على الصكوك هنا هو الفرق بين سـعر شراء السلعة وبيعها في السوق).

٣- صكوك الاستصناع، وتُسـتخدم لتصنيع سلعة معينة، والمصدر لتلك الصكوك هو المُصنِّع للسلعة، وبعد بيعها في السوق يتمُّ توزيع الثمن على حملة أو مشتري الصكوك.

٤- صكوك المضاربة، وتُسـتخدم لإنشاء مشـاريع جديدة أو التوسُّع في استثمارات مشاريع قائمة، ويُكتتب فيهـا أصحاب المال دون المضارب/ مالك المشروع، وتعود عليهم الأرباح الناتجة عن استثمارات المشروع.

٥- صكوك المشـاركة، وهي مثل صكوك المضاربـة، والفرق هنا فقط هو أن الجهة المصدرة للصكوك تعتبر شريكاً لحملة الصكوك، عكس الوضع في صكوك المضاربة.

كما تنقسم الصكوك من حيث قابليتها للتداول إلى:

- صكوك قابلة للتداول (وتُسمَّى صكوك الاستثمار)، مثل: صكوك الإجارة، وصكوك المشاركة، وصكوك المضاربة. وهذا النوع أساسـه السـلع والخدمات؛ ولذا يمكن بيعها وتداولها في سوق الأوراق المالية.

- صكـوك غير قابلة للتداول (وتُسـمَّى صكـوك التمويل)، مثل: صكوك السـلم، وصكوك الاستصناع، وصكوك المرابحة. وهذا النوع أساسه الديون، فلا يجوز تداولها في السوق (إلا وَفْق ضوابط محددة)؛ لعدم جواز بيع الدين في الاقتصاد الإسلامى.

ويوضـح الجـدول رقـم (١- ٣) أبـرزَ أوجه التشـابه والاختلاف بين كلٍّ مـن الصكوك والسندات.

جدول (١- ٣)

أوجه الشبه والاختلاف بين السندات والصكوك

أوجه الشبه	أوجه الاختلاف
السند والصك كلاهما أوراق مالية متداولة، غرضهما الأساسي هو الحصول على التمويل.	السندات ورقة مالية محرمة شرعاً، والصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلة على عقود شرعية.
من خلال الصكوك أو السندات يمكن أداء وتنفيذ كثير من الوظائف المهمة؛ كالتحكُّم في حجم السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة.	الصك يمثل حصة شائعة في العين أو الأعيان المصككة، في حين أن السند التقليدي يُمثِّل قرضاً في ذمة مصدِره.
تُصنَّف الصكوك والسندات - بشكل عام- بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير، ومخاطر متدنية.	عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما عوائد الصكوك ناشئةٌ عن ربحِ أو غلةِ العقود التي بُنيت هيكلة الصكوك عليها؛ في حين أن عوائد السندات التزام من المقترِض (مصدر السند)، وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها.
	من أنواع السندات التقليدية ما يُسمَّى بالسندات المدعَّمة بأصول Securities - backed asset، والفرق بينها وبين الصكوك: أن الصكوك ورقة مالية تُمثِّل أصولاً، بينما تعدُّ السندات المدعَّمة بأصول قرضاً في ذمة المصدِر موثقاً برَهْن وضمان هو الأصول؛ وعليه فحقُّ حامل الصك مقتصر على الأصول التي تمثلها الصكوك فقط، في حين أن هذا النوع من السندات حقُ حامله متعلق بذمة المصدر.

المصدر: مجيد، ٢٠٠٣، حنفي، ٢٠٠٥.

كما يُوضِّح الجدول رقم (١-٤) أيضاً أبرزَ الفروق بين الصكوك والأسهم.

جدول (١-٤)

أبرز الفروقات بين الصكوك والأسهم

الصكوك	الأسهم
الصكوك (بشكل عام) ورقة مالية قليلة المخاطر.	الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر (متوسطة أو عالية).
الصكوك في أغلب هياكلها أداة تمويل خارج الميزانية، فحامل الصك مُموِّل للشركة المصدرة.	الأسهم حصة مُشاعة في رأس مال الشركة؛ وعليه فمالك السهم شريكٌ ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة.
الصكوك تصدر لمشروع معين لا يجوز تغييره.	يمكن لمجلس إدارة الشركة مصدرة الأسهم أن تُغيِّر من نشاطها بشروط معينة.
ولأن الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر؛ لذا فإنها في الغالب لا بد أن تكون مؤقتةً ولها تاريخ استحقاق «إطفاء».	الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة.
ليس لحامل الصك حقٌّ في حضور الجمعية العمومية للشركة، والتصويت والاشتراك في الإدارة، والرقابة، وغير ذلك.	لمالك السهم حقٌّ في حضور الجمعية العمومية للشركة، والتصويت والاشتراك في الإدارة، والرقابة، وغير ذلك.

المصدر: مجيد، ٢٠٠٣، حنفي ٢٠٠٥.

١-٧-٤. المشتقات المالية: تعريفها وخصائصها وأنواعها:

جاءت المشتقات المالية «Financial Derivatives» نتيجة تطوُّر الهندسة المالية «Financial Engineering»[١٤] خلال الفترة التي أعقبت انهيار اتفاقية «بريتون وودز Bretton Woods»[١٥]

(١٤) تُعرف الهندسة المالية بأنها: عملية القيام أو تصميم أو تطوير أدوات مالية أو استحداث أدوات جديدة بقصد التغلُّب على مشكلة التمويل، وتشمل: ابتكار أدوات مالية جديدة، ابتكار أدوات تمويلية جديدة، ابتكار حلول جديدة، تطوير الأدوات والحلول القائمة إلى أدوات وحلول جديدة (جباري، ٢٠١٠).

(١٥) اتفاقية عُقِدت في مدينة بريتون وودز في ولاية نيوهامبشير في الويات المتحدة الأمريكية نتج عنها الاتفاق على إنشاء البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، وربطت الاتفاقية قيمة الدولار الأمريكي بالذهب.

في بدايات السبعينيات الميلادية من القرن الماضي، وما نتجَ عن فك الارتباط بين العملات والذهب مــن تقلُّبات في أســعار الصرف، والمعــدلات العالية في معدلات التضخُّم، وارتفاع معدل أســعار الفائــدة قصيرة الأجل، والانهيارات المتتالية في أســواق الأوراق المالية العالمية في ظل المنافســة الشــديدة بين المؤسسات المالية والمصرفية في سباقها لتحقيق الأرباح؛ وهو الأمر الذي دفع هذه المؤسسات عبرَ دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر، وتقديم الحلول لمشاكل التمويل، والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية (القريشي، ٢٠١٤).

والمشــتقات المالية هي عقود تشــتق قيمتها من قيمة الأصول التي تُمثِّل موضوع العقد «Underlying asset»، والأصول بدورها تتنوع بين أن تكون ســلعاً أو أسهماً أو سنداتٍ أو عملاتٍ أجنبيةً، وتســمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد.

وتُعرف المشتقات المالية بأنها «أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتــي يمكــن من خلالها شراء أو بيع المخاطر في الأســواق المالية، أما قيمة الأداة المشــتقة فإنها تتوقف على ســعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد» (رضوان، ٢٠٠٥). وتُســتخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض، مثل: إدارة المخاطر، والتحوُّط ضد المخاطر، والمراجحة بين الأسواق، كما تُستخدم أيضاً في المضاربة.

ومــن التعريف يمكن القول إن المشــتقات المالية ورقة مالية تشــتق قيمتها الســوقية من القيمة الســوقية لورقة مالية أخرى (سلعة، سهم، ســند...إلخ)، وتحتاج إلى: ١. عقود، ٢. يتــم تســوية عقودها بتاريخ مســتقبلي، ٣. لا تتطلب اســتثمارات مبدئيــة، ٤. تعتمد قيمتها (المكاســب/ الخســائر) على قيمة الأصل موضوع العقد. وتســمح المشتقات المالية للمستثمرين فيها بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد.

ويتضمن عقد المشتقات ما يلي:

١. تحديد سعر التنفيذ في زمن مستقبلي.
٢. تحديد الكمية التي سيُطبَّق عليها السعر.
٣. تحديد زمن سريان العقد.

٤. تحديد موضوع العقد، سواء سلعة أو سعر ورقة مالية أو سعر صرف عملة أجنبية أو مؤشر أسعار... إلخ.

ويمكن تعداد خصائص المشتقات كما يلي:

١- تُعتبر المشتقات المالية عقوداً كسائر العقود الأخرى، ومن ثَمَّ يترتب عليها حقٌّ لطرف والتزامٌ على طرف آخر.

٢- تُستخدم المشتقات المالية بهدف التحوُّط من المخاطر المتوقعة من تغيُّر أسعار الأصول محل التعاقد؛ لأنها أدوات تشتق عوائدها من أوراق مالية أخرى.

٣- المشتقات ليست أصولاً مادية كالتي يتم تداولها في سوق السلع، ولا هي أصول مالية كالتي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية التقليدية.

٤- لا يوجد فيها عائد مستحق على الاستثمار، ويترتب على عقودها حصول طرف على فروق الأسعار فقط.

٥- لا تظهر المشتقات في قوائم المراكز المالية للشركات، ويُعبَّر عنها باسم الأنشطة خارج الميزانية.

٦- تعتبر عقود المشتقات وسيلةً جيدة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية للأصول التي اشتُقت منها.

المتعاملون بالمشتقات المالية: تتعامل بعقود المشتقات المالية غالبًا فئتان، هما:

الفئة الأولى:

فئة المستخدمين النهائيين «End users»، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية، ويمكن تقسيمهم بدورهم إلى ثلاثة أقسام، وهم[١٦]:

أ. المتحوطون «Hedgers»: وهم الساعون إلى تقليل المخاطر التي يتعرضون لها، والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التيقن، وإنْ كانت لا تضمن تحسين النتائج.

ب. المضاربون «Speculators»: وهم الذين يتنبؤون بتحرُّكات الأسعار للأعلى في المستقبل؛ ولذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق مكاسب حسب توقعاتهم للمستقبل.

(١٦) قد يكونون أفراداً أو بنوكاً أو شركات تأمين أو شركات استثمار أو صناديق استثمارية أو غيرهم.

ج. المراجحون «Arbitrageurs»: وهم المستثمرون الذين يدخلون حينما يكون هناك فرقٌ لأصل واحد بين سوقين مختلفين، فيقومون بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في السوق مرتفع السعر في الوقت نفسه؛ وبالتالي يحققون ربحاً مضموناً بلا مخاطرة.

الفئة الثانية:

فئة المتاجرين في الأوراق المالية، وهم الوسطاء من الأفراد «Dealers» أو من المؤسسات المالية Inter-mediaries الذين يلبون احتياجات الفئة الأولى من خلال استعدادهم الدائم لبيع المشتقات أو شرائها، محققين أرباحاً من خلال فروق الأسعار بين عمليتي البيع والشراء للأوراق المالية التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والبنوك العاملة في الأسواق المالية (المهنا، ٢٠١٣).

أنواع المشتقات المالية «Common Financial Derivatives»:

تعتبر المشتقات المالية إحدى الأدوات المالية المبتكرة التي تستمد أو تشتق قيمتها من قيمة أصول أخرى، وتنقسم المشتقات إلى أنواع عديدة كما يلي:

الأول: العقود الآجلة «Forward Contracts»:

وهي عقود يتفق فيها البائع والمشتري على بيع أصل ما (سلعة أو عملة أو ورقة مالية)، بسعر مُحدَّد وأجل تسليم مُحدَّد في المستقبل يُتفق عليه في العقد. والعقود الآجلة عقود شخصية بين طرفين يمكنهما التفاوض حول السعر والكمية وتاريخ التسليم، وتتم عادة في سوق غير مُنظَّم، وتختلف هذه العقود من عقد لآخر حسب طبيعة العقد واتفاق الطرفين عليه، وهذا ما يجعلها مختلفةً عن العقود المستقبلية.

الثاني: العقود المستقبلية «Future Contracts»:

وتشبه العقود الآجلة إلا أنها تختلف عنها في طريقة التداول، فالعقود المستقبلية هي عقود يتفق فيها البائع والمشتري على بيع أصل ما (سلعة أو عملة أو ورقة مالية)، بسعر مُحدَّد وأجل تسليم مُحدَّد في المستقبل يُتفَق عليه في العقد. وبهذا التعريف فالعقود المستقبلية هي عقود آجلة، إلا أنها تختلف عنها من حيث إن العقود الآجلة عقود شخصية،

في حين أن العقود المستقبلية هي عقود مُنظَّمة ومُقنَّنة، وتسري عليها أحكام محددة تضعها السوق المنظِّمة لها. كما أن أسعار الأصول المتداولة فيها مُحدَّدة ولا تخضع لتفاوض البائع والمشتري كما في العقود الآجلة، بل إن البائع والمشتري لا يتقابلان ولا يعرف أحدهما الآخر؛ لأن هذه العقود يتم تنفيذها في غُرف المقاصة المخصَّصة عن طريق سماسرة ووسطاء متخصصين[١٧].

وبشكل عام، فإن غرض العقود الآجلة يكون عادةً للتحوُّط من مخاطر تذبذب أسعار السلع؛ لأنها غالباً تُستخدَم في عقود بيع وشراء السلع، في حين أن الغرض الأساسي لعقود المستقبليات هو المضاربة حيث يتمُّ استخدامُها في عقود السلع والأسهم والسندات والعملات والمؤشرات (أبو زيد، ٢٠١٠).

الثالث: عقود الخيارات «Option contracts»:

وعقود الخيارات عقود غير مُلزِمة تُعطِي الخيارَ لحاملها بالتنفيذ إذا كان التنفيذُ يُحقِّق له أرباحاً، في حين أنَّ الطرفَ الآخر مُلزَمٌ بتنفيذ العقد ما دام قد قبض ثمن الخيار، وهو ما يُعرف بالعمولة «premium»، وهناك نوعان من الخيارات هما الأهم والأكثر انتشاراً في عقود الخيارات، ويتمُّ التعامل بهما في الأسواق المالية على نحو واسع، وهما[١٨]:

١-خيار الطلب أو الشراء «Call option»:

وهو اتفاق يعطي حامله الحقَّ (اختياراً وليس إجباراً) Right but not obligation بشراء أسهم معينة أو أي أوراق مالية أخرى بسعر مُحدَّد خلال فترة مُحدَّدة[١٩]. ويُسمَّى السعر المتفق عليه بين الطرفين (سعر ثابت في العقد) بسعر التنفيذ «Strike Price».

ومن التعريف، فإن خيار الشراء يُعطِي المشتريَ الحقَّ في تنفيذ صفقة الشراء أو إلغائها خلال فترة محددة، في حين أنه لا يجوز للبائع The writer التراجع عن الصفقة ما دام قد قبض ثمن الخيار، وهو ما يُعرف بالعمولة premium. فالمشتري حصل على الأمان ضد

(١٧) العقود الآجلة لا يتم تسويتُها إلا بحلول تاريخ الاستحقاق، في حين يمكن تسوية العقود المستقبلية في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.

(١٨) هناك نوع ثالث يُسمَّى الخيار العاري Naked Option، لن يتم التطرق له في هذا الكتاب.

(١٩) غالباً تُحدَّد هذه الفترة بتسعين يوماً.

انخفاض قيمة الصفقة، والبائع حصل على العمولة الإضافية لقيمة الصفقة وقت العقد إذا ما أتمَّ المشتري الصفقة.

٢-خيار العرض أو الدفع «put option»:

وهو عكس النوع السـابق، حيـث إن خيار العرض هو اتفاق يُعطِـي حاملَه الذي هو مالك الأوراق المالية الحقَّ (اختياراً وليس إجباراً) Right but not obligation في بيع عدد معين من الأسـهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر مُحدَّد خلال فترة محددة. أما قابض ثمن الخيار فهو مُجبَر على الشراء إذا ما قرَّر مشـتري هذا الحق البيعَ بالسعر المتفق عليه خلال الفترة المحددة.

ومـن التعريف، فإنَّ خيارَ العرض يُعطِي مشـتري هذا الحق (مالك الأسـهم أو الأوراق الماليـة) الإقدامَ على تنفيذ صفقة البيع أو إلغائهـا، في حين يكون الطرف الآخر الذي قبض ثمن الخيار مُلزَماً بشراء الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى إذا ما قرَّر الطرف الأول بيعَها، فهو مُجبَر على الشراء خلال الفترة المتفق عليها؛ لأنه قبض ثمن الخيار.

الرابع: عقود المبادلة أو المقايضة «Swap Contracts»:

وتُعـرف عقود المبادلة بأنها «اتفاقٌ بين طرفين على تبادل التزامات الدفع، أو التدفقات النقدية أو العوائد لأصول أو أدوات مالية لمدة محددة؛ كمبادلة عائد متغير بعائد ثابت، أو مبادلة العائد من عملة معينة بالعائد من عملة أخرى كعوائد سـهم بعوائد سـهم آخر، أو مبادلة عائد متغير بعائد متغير آخر»(أبو زيد، ٢٠١٠).

وتُعَدُّ عقود المبادلة من عقود الأسواق غير المنظَّمة مثلها مثل العقود الآجلة، وتُستخدم عقـود المبادلة غالباً بغرض التحوُّط ضد مخاطر تغيرات الأسـعار خلال فترة زمنية محددة، وكذلك يمكن استخدامها بغرض تخفيض تكلفة التمويل، أو للدخول إلى أسواق جديدة ليس مسموحاً للمستثمر الأجنبي بدخولها.

١-٧-٥. الصناديق الاستثمارية: تعريفها وخصائصها وأنواعها:

أدى نشـوء صناديق الاسـتثمار إلى توسُّـع مشاركة الأفراد في الأسـواق المالية، وتاريخياً نشأت صناديق الاستثمار في بداية القرن التاسع عشر الميلادي في هولندا بعد فترة من ظهور

الشركات المساهمة، ومنها انتقلت إلى فرنسا، ومن ثَمَّ إلى بريطانيا، إلا أنَّ هذه الصناديق لم تستمر طويلاً نتيجة الحرب العالمية الأولى حيث وُجِّهت الموارد لتمويل الحرب من قِبل الدول المشارِكة فيها.

وقد عادت صناديق الاستثمار للظهور بشكل كبير في الولايات المتحدة الأمريكية في ثلاثينيات القرن العشرين، حيث تمَّ إنشاء أول صندوق في بوسطن الأمريكية بواسطة جامعة هارفارد باسم (Masochists Investment Trust)، وفي عام ١٩٤٠ صدر قانون خاص لتنظيم الصناديق وإدارتها وعُرف حينئذٍ بقانون شركات الاستثمار، وقد تطوَّرت صناديق الاستثمار وازدهرت بشكل غير مسبوق في الولايات المتحدة في أعقاب الحرب العالمية الثانية، حيث وُجِد في أمريكا ما يربو على ٢٥٠٠ صندوق استثماري (بنهاية ٢٠١٥)، كما تطوَّرت صناعة صناديق الاستثمار في الأسواق المالية العالمية بشكل متسارع خلال العقد الأخير من القرن الماضي، وتزايدت أعدادُها وتنوعت وظائفها، وبرزَ الأداء الجيد لها كدليل على تفوُّقها على غيرها من الأدوات والمجالات الاستثمارية الأخرى.

عربياً، بدأت التجربة الأولى لصناديق الاستثمار من المملكة العربية السعودية، حينما أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم «صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل» في كانون الأول (ديسمبر) ١٩٧٩، ثم بعد ذلك بستة أعوام تبعتها الكويت وبدأت تجربة الصناديق فيها في عام ١٩٨٥، ثم مصر والبحرين وعمان التي بدأت فيها صناديق الاستثمار بالعمل في بداية تسعينيات القرن الماضي.

تعريف الصناديق الاستثمارية وخصائصها:

تقوم فكرة الصناديق الاستثمارية على قيام مؤسسة مالية مُرخَّصة بتجميع مدخرات عدد من المستثمرين الأفراد واستثمارها لهم في شراء وبيع الأوراق المالية، أو العقارات، أو غيرها من الأصول حسب نوع الصندوق. وتتميز صناديق الاستثمار بعدة خصائص، مثل كونها تُدار من قِبل أشخاص لديهم التأهيل والتخصص اللازمين، كما أنها تُحقِّق التنوُّع في الاستثمار نتيجة مقدرتها على تجميع الأموال الكبيرة من خلال مبالغ صغيرة يدفعها المستثمر الفرد، كما تمتاز بأن العمولة التي تتقاضاها الجهة التي تدير الصندوق منخفضة؛ وذلك لتشجيع المستثمرين على الدخول في هذه الصناديق.

إضافــةً إلى ذلك، تمتاز صناديق الاســتثمار بالمرونة حيث يســتطيع المســتثمر دخولها متى شــاء، كما يستطيع البيعَ وتسييل اســتثماراته في الصندوق في الوقت الذي يشاء أيضاً. وبالنســبة للمستثمرين الأفراد يُعدُّ التنويع والإدارة المحترفة هما أبرز ما يجذبهم للاستثمار في الصناديق الاســتثمارية، حيث لا يســتطيعون الدخولَ المباشر للأســواق المالية من خلال المبالــغ الصغيرة المتوفرة عندهم والمخصصة للاســتثمار، فضلاً عن عدم امتلاكهم الوقت أو الخبرة الكافيين للاستثمار مباشرة في السوق المالية.

أنواع الصناديق الاستثمارية:

تنقسم الصناديق الاستثمارية بحسب كيفية الاستثمار من خلالها إلى نوعين:

الأول: صناديــق الاســتثمار المغلقــة (Closed-end fund)، وتُســمَّى أيضاً بصناديق الاســتثمار ذات رأس المال الثابــت، وهذا النوع من الصناديق يقتــصر على فئة مُحدَّدة أو مختارة من المستثمرين، وبعدد مُحدَّد من الحصص المخصَّصة للبيع. وتلتزم هذه الصناديق بالاســتثمار لفترة زمنية مُحدَّدة ومُعلنة. ولا يمكن للمســتثمر الدخول فيها بعد بدء عملها إلا عــن طريق شراء حصة مســاهمين قائمين في الصندوق، أو عندمــا يقرر الصندوق زيادة رأس مال الصندوق بطرح حصص جديدة للاكتتاب في الصندوق.

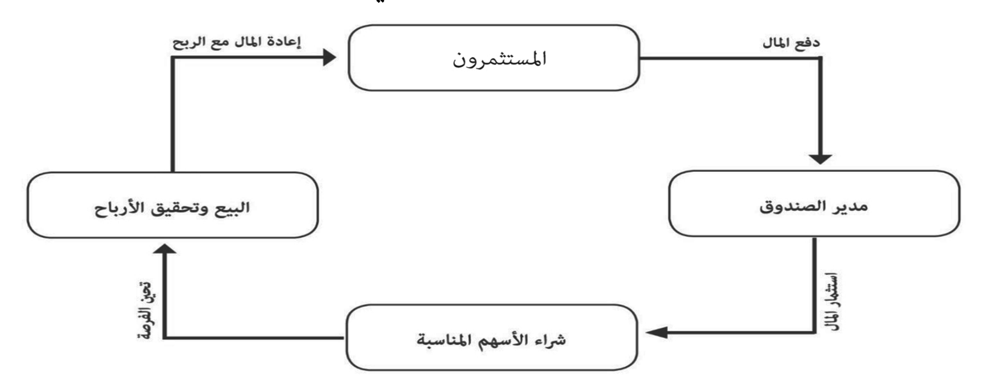
الثاني: صناديق الاســتثمار المفتوحة (Open-end fund)، وتُسمَّى بصناديق الاستثمار ذات رأس المــال المتغــير. فالصندوق ليس فيه عدد مُحدَّد مــن الحصص للتداول، بل تزيد وتنقص حســب عدد المستثمرين فيه. ويســتطيعُ المستثمر شراءَ حصص في هذا الصندوق متى شــاء، وبيعها متى شــاء أيضاً، كــما يمكنه الخروج من الصنــدوق والحصول على قيمة حصصه نقداً عند طلبه.

ويُوضِّح الشــكل رقم (١-٥) فكرةَ عمل صناديق الاستثمار ببساطة، حيث يقوم المستثمرون بدفع أموالهم لمدير الصندوق، وعادةً ما يكون الاستثمار في الصندوق محسوباً بالوحدات[٢٠].

بعد تجميع مدير الصندوق للأموال، يكون عادةً قد درس الســوقَ المراد الاستثمار فيه، وحدَّد بشــكل جيد العوائدَ المتوقعة والمخاطر المحتملة لكل نوع من الاســتثمار. يشــتري مديرُ الصندوق الأوراق التي يرى جدوى الاستثمار فيها، ويحتفظ بها في الصندوق.

(٢٠) الوحدة قد تكون سهماً أو سنداً أو عملة، وقد تكون مجموعة من كل نوع، وقد تكون خليطاً من عدة أوراق مالية متنوعة.

وخلال الفترة التالية للشراء، يقوم بمراقبة السوق، ويتحيَّن ارتفاع الأسعار لبيع الوحدات التي اشــتراها. ويقوم بعدها بإعادة الأموال مع أرباحها للمســتثمرين، بعد خصم النسبة والتكاليف المتفق عليها سابقاً. وهكذا يدور الاستثمار في الصناديق مرة بعد أخرى.



شكل (١-٥): كيفية عمل الصناديق الاستثمارية

المصدر: الدخيل، ٢٠١٠.

ورغم المزايا التي توفِّرها صناديق الاستثمار إلا أنَّ الاستثمار عن طريق صناديق الاستثمار لا يســمح بأي تحكُّم أو توجيه من قِبل المســتثمرين فيها، وإنما تعــود كل القرارات لمدير الصنــدوق؛ ولذا يجــب دائماً تحري الدقة قبل الاســتثمار في الصناديــق، ومعرفة مؤهلات ومهارات مَنْ يديرُ هذه الصناديق.

وتتعــدد أنــواع صناديق الاســتثمار، إلا أنها لا تخرجُ بحســب مجالات الاســتثمار عن التصنيفات التالية:

١- صناديق ســوق النقد «Money Market Fund»: هي صناديق تَســتثَمر في أدوات ســوق النقد بشــكل مكثف (مثل: أذونات الخزينــة، والأوراق التجارية، وغيرهما). وتتصف هذه الأدوات بسيولتها العالية، وقصر آجالها الاستثمارية، وانخفاض درجة مخاطرها مقارنةً بأنواع الصناديق الأخرى؛ ويترتب على ذلك انخفاض عوائدها نســبياً. وعلى الرغم من أن تصنيف صناديق سوق النقد بشكل عام منخفض المخاطر، فلا تُعدُّ هذه الصناديق خاليةً من المخاطر؛ وذلك أنَّ المبلغ المستثمَر قد ينخفض أو يتذبذب بشكل كبير بسبب عدة عوامل.

٢- صناديق السـندات «Bond Funds»: وتُسمَّى أيضاً صناديق أدوات الدين ذات الدخل الثابت، وهي صناديق تَسـتثمر في أدوات الدين، مثل الصكوك والسندات التي تُصدرها الشركات والجهات الحكومية وشـبه الحكومية، وتسعى هذه الصناديق إلى توفير دخل ثابت ومسـتمر مع هوامش مخاطرة قليلة. وبالتأكيد يتأثر العائد من الاستثمار في هذا النوع من الصناديق بمخاطر، مثل: انخفاض معدل الفائدة، وارتفاع مسـتوى التضخُّم، وتصنيف الشركات المصدرة للسند من قِبل شركات التصنيف المتخصصة.

٣- صناديق الأسهم «Stock Funds»، وهي صناديق تستثمر بصفة رئيسة في أسهم الشركات سـواءً أكانت محلية أم دولية أم إقليمية. ويندرج ضمن صناديق الأسـهم العديد من الأنواع بحسب أهداف الصندوق وفقاً لما يلي:

- صناديق الدخل: تسـعى إلى الحصول على دخل عن طريق الاستثمار بصورة أساسية في أسهم الشركات التي لها سجل متميز من عوائد التوزيعات.
- صناديق أسـهم النمو: وتبحث عن تنمية رأس مالها عن طريق الاسـتثمار في الشركات المتوقَّع أن ترتفع قيمتها السـوقية، بحيث يعتمد الصندوق في أدائه اعتماداً رئيساً على تحقُّق الأرباح الرأسمالية، ولا يُعدُّ دخل التوزيعات عاملاً مهماً.
- صناديق أسهم النمو والدخل: تسعى إلى تحقيق الربح عن طريق الجَمْع بين تنمية رأس المال وتحقيق دخل.
- صناديق الأسـهم الدولية: تسـعى إلى الاستثمار في أسـهم الشركات غير المحلية، وحَصْر عملها في أسهم سوق دولة واحدة أو أكثر.
- صناديق الأسهم العالمية: تَستثمر أموالها في أسهم أسواق دول عدة من مختلف أرجاء العالم.
- صناديق القطاعات: تستثمر في أسهم قطاع معين؛ كالتعدين، أو الزراعة، أو البتروكيماويات، أو العقار، أو غيرها من الصناعات المحدَّدة.

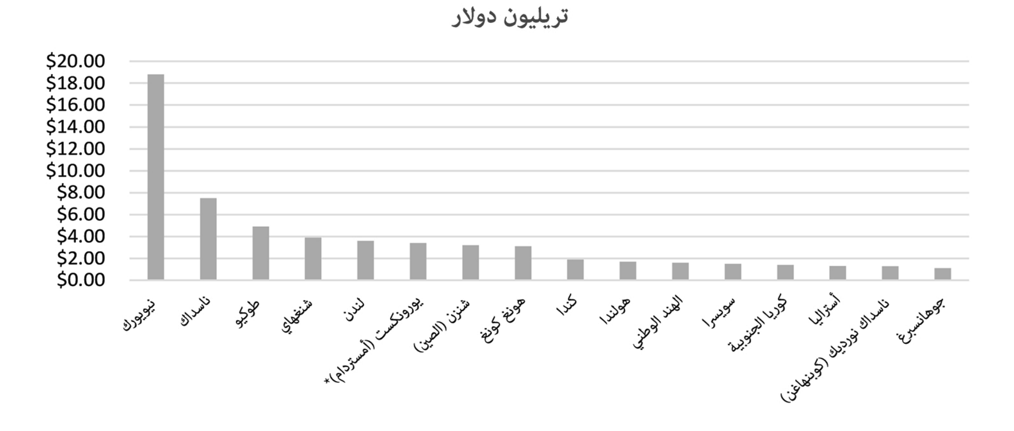
٤- الصناديـق المتوازنة «Balanced Funds»: وهي صناديق اسـتثمارية تجمع في أصولها بين الأسـهم والسـندات، وتُخصِّص جزءاً من اسـتثماراتها للأدوات المالية قصيرة الأجل؛ مما يُمكِّنها من تحقيق دخل مسـتمر معقول دون تعريض استثمارات الصندوق لمخاطر مرتفعة (هيئة السوق المالية، ٢٠١٧).

الفصل الثاني
سوق المال السعودية

٢-١. تمهيد:

بلغت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية بنهاية ٢٠١٥ نحو ١,٥٧٩,٠٦ مليار ريال (٤٢١,١ مليار دولار أمريكي)، وكانت القيمة الفعلية للأسهم المتداولة في العام المشار إليه ١,٦٦٠,٦٢ مليار ريال (٤٤٢,٨٣ مليار دولار)، وبلغ عدد الأسهم المتداولة ٦٥,٩٩ مليار سهم نُفِّذت من خلال ٣٠,٤٤ مليون صفقة.

وعلى الرغم من كِبر حجم سوق الأسهم السعودية عربياً وإقليمياً، إلا أنها ما زالت سوقاً صغيرةً مقارنةً مع الأسواق العالمية الكبرى في الدول الصناعية التي زاد حجم رأسمالها عن تريليون دولار بنهاية عام ٢٠١٥، والموضحة في الشكل رقم (٢-١) لأكبر ست عشرة سوقًا مالية في العالم من حيث حجم رأس المال بحسب تصنيف «Securitize market» في يوليو ٢٠١٦.



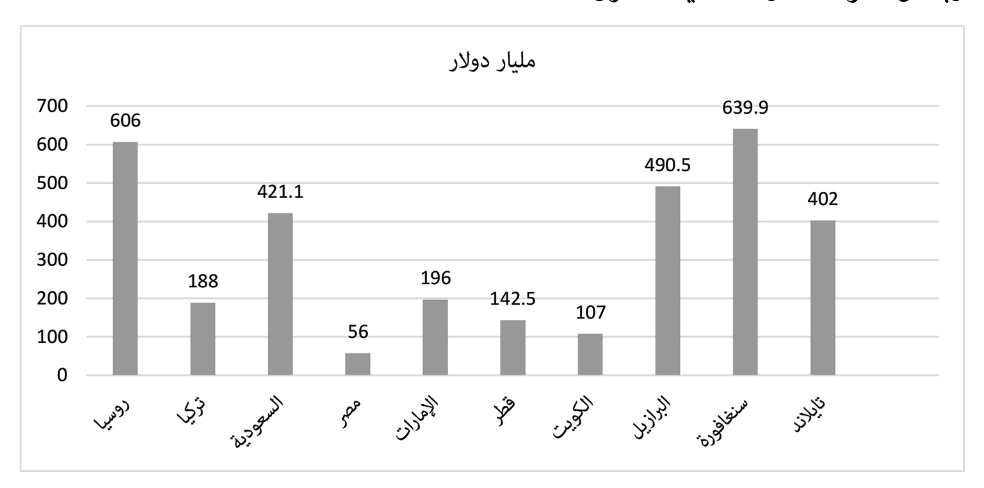
*مؤشر مكون من عدة مؤشرات، هي: كاك 40 الفرنسي، وبيل 20 البلجيكي ولشبونة والبرتغال.

المصدر: Securitizemarket, 2016

شكل (٢-١): أكبر ١٦ سوقاً ماليةً في العالم (تريليون دولار)

إلا أن سوق المال السعودي يعدُّ من أكبر الأسواق عربياً وإقليمياً كما ذكرنا سابقاً، وعلى سبيل المثال يبلغ متوسط حجم الأموال التي تُتداول في سوق الأسهم السعودية يومياً بين ٢,٥ - ٣ مليارات ريال، وهذا يُشكِّل حوالي ٦٥٪ من حجم الأموال التي يتم تداولها في مجمل أسواق منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (مينا MENA)، كما يُتوقع أن يُشكِّل سوقُ الأسهم السعودي ٤٪ من مؤشر مورغان ستانلي للأسوق الناشئة «MSCI» حال انضمامه للمؤشر، وهي نسبة تُعادل تقريباً نسبة سوق الأسهم الروسي في نفس المؤشر (الاستثمار كابيتال، ٢٠١٤)[٢٢].

ويوضِّح الشكل رقم (٢-٢) مقارنة بين السوق السعودية والأسواق المقاربة لها في المنطقة وبعض أسواق الدول النامية الأخرى.



المصدر: Bloomberge, 2014

شكل (٢-٢): مقارنة حجم رأس مال السوق السعودي مع بعض الأسواق المماثلة (مليار دولار)

كما يتضح من الشكل، فالسوق السعودية تتفوق على نظيراتها في دول مجلس التعاون الخليجي وفي العالم العربي بشكل كبير، وتوازي تقريباً أسواقَ بعض الدول النامية الصاعدة، مثل تايلاند والبرازيل، وتتخلف بحوالي الثلث عن سوقي روسيا وسنغافورة.

(٢٢) تمت ترقية سوق الأسهم السعودية وضمُّها لمؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة فعليًّا في ٢١ يونيو ٢٠١٨.

٢-٢. نظرة تاريخية على سوق المال في المملكة العربية السعودية:

٢-٢-١. نشأة الشركات المساهمة في المملكة:

يعــودُ تاريخ أول شركة مســاهمة في المملكة العربية الســعودية إلى عام ١٩٣٥، حينما طرحت الشركة العربية للسيارات «Automobile Arabian» أسهمها كأول شركة مساهمة بــرأس مــال بلغ ١٢ مليون ريال، وعدد أســهم قدره ٢٦ ألف ســهم. إلا أنَّ هذه الشركة لم تستمر طويلاً، وأمضى السوق بعدها ما يصل إلى ٢٠ عاماً، قبل أن تُطرح أول شركة مساهمة وهي شركة إســمنت العربية، التي ما زالت مستمرة في التداول إلى اليوم، والتي طُرحت في عام ١٩٥٤؛ وبهذا يمكن التأريخ للشركات المساهمة، ولبداية تداول الأسهم في السعودية من هذا العام.

الشركة الثانية التي تمَّ طرحُها بعد شركة إسمنت العربية هي شركة الإسمنت السعودية، وتمَّ إنشــاؤها في أواخر نوفمبر ١٩٥٥، ثم تلاها بنك الرياض كشركة مساهمة في عام ١٩٥٧. أعقبهما شركات كهرباء المناطق وعددها ثلاث شركات (الوســطى، والشرقية، والغربية)، وتمَّ طرحُها في عام ١٩٦٠[٢٣]. ولم يزد رأس المال المدفوع للشركات الســت المســاهمة حتى عام ١٩٦٠ عن ١٤١ مليون ريال سعودي.

وخــلال الفترة ١٩٦٠-١٩٧٠، طُرحت ثلاث شركات مســاهمة فقــط، وكان أولاها شركة إســمنت اليمامــة التي طُرحــت للاكتتاب في ٢٢ أغســطس ١٩٦١، ولم يــزد عدد الشركات المساهمة بنهاية عام ١٩٧٠ عن ثماني شركات، بلغ إجمالي رأسمالها حوالي ٣١٥ مليون ريال.

أما الفترة ١٩٧٠-١٩٨٠، وهي فترة الطفرة النفطية الأولى في المملكة فقد شهدت توسُّعاً كبيراً في عدد الشركات المســاهمة، حيث طُرحــت ٦ شركات في منتصف العقد الأول، تلاها ١٩ شركة مســاهمة جديدة في النصــف الثاني من العقد المذكور (خــلال الأعوام ١٩٧٦ إلى ١٩٨٠). ويعود السبب لكبر حجم الطرح بجانب طفرة أسعار النفط الأولى إلى قيام حكومة المملكــة، ومع دخول خطة التنمية الثانية حيز التنفيذ في ١٩٧٦، بتشــجيع ســعودة فروع

(٢٣) في ٥ إبريل ٢٠٠٠، تمَّ دمج جميع شركات الكهرباء وعددها أربع في المناطق الوسطى والشرقية والغربية والجنوبية، إضافة للشركات العشر الصغيرة العاملة في الحدود الشمالية، في شركة مساهمة واحدة هي «الشركة السعودية للكهرباء».

البنوك الأجنبية العاملة في سوق المملكة، وتحوُّل هذه البنوك إلى شركات مساهمة بمشاركة مواطنين سـعوديين، حيث أثمرت هذه السياسـة عن تحوُّل سـبعة بنوك أجنبية إلى شركات مساهمة سعودية، تمَّ طرحُ أسهمها للاكتتاب العام[٢٤].

وبذلك بلغ إجمالي عدد الشركات المساهمة بحلول ١٩٨٠، ٣٣ شركة برأسمال بلغ ٢١,١ مليار ريال سـعودي. وكانت الفترة المُشـار إليها هي فترة البناء والتأسـيس التي شـهدها الاقتصاد السـعودي، وكانت شركات الإسـمنت المعروفة حاليًّا في السـوق هي الأكثر طرحاً بجانب البنوك. فعلى سبيل المثال، تأسست إسمنت ينبع في ١٩٧٦، وكذلك إسمنت القصيم، وطُرحت إسمنت المنطقة الجنوبية في عام ١٩٧٨.

ومما ساعد على كثرة الطرح خلال الفترة ١٩٧٦-١٩٨٠ أنَّ الحكومة السعودية أصرَّت على طرح الأسـهم بأسعارها الاسمية، التي تقلُّ كثيراً عن قيمتها الفعلية في السوق، وهو ما أدَّى إلى الإقبال الكبير على شراء أسهم تلك الشركات المطروحة (الدخيل،٢٠١٠).

وكان المتعارف عليه ولعدم وجود سـوق رسـمية للتداول أنَّ مَن يُصدِر الأسهمَ ويوزعها يدويـاً على المكتتبين هي الشركة المطروحة للاكتتاب نفسـها، في حين أن تبادُل وبيع وشراء الأسـهم كان يتمُّ عن طريق مكاتب وسـطاء (سماسرة) غير مُرخَّصة[٢٥]، وكان السوق إلى ما قبل ديسمبر ١٩٨٤ خالياً من أي نُظُم تحكمه. وكان معدل التداول ضعيفاً جدًّا، ولم يجاوز خلال العامين ١٩٨٤، ١٩٨٥ - على سـبيل المثال - ما نسـبته ١ في المئة من قيمة الأسـهم المصدرة فعلاً؛ نظراً لعدم وجود آلية منظِّمة للتداول.

في الفترة ١٩٨١-١٩٨٦ طَرحت ١٥ شركة مساهمة أسهمها، وتركَّز الطرح فعليًّا في الأعوام ١٩٨٣، ١٩٨٤، ١٩٨٥، حيث طرحت العديد من الشركات التي ما زالت في السـوق أسهمها، ومن أهمها الشركة السـعودية للصناعات الأساسـية «سابك» التي تمَّ طرحها للتداول العام في ١٩٨٥ [٢٦].

---

(٢٤) والبنوك هي: السعودي الفرنسي، السعودي للاستثمار، بنك الجزيرة، البنك السعودي البريطاني(ساب)، السعودي الهولندي، العربي الوطني، وبنك سامبا.

(٢٥) بلغ عدد مكاتب هؤلاء السماسرة عام ١٩٧٨، ٤٥ في الرياض، ٦ في الشرقية، و٣٠ في جدة (الدخيل، ٢٠١٠: ١٢٦).

(٢٦) تأسست الشركة فعليًّا في ١٩٧٦، ولم تُطرح للتداول العام إلا في ١٩٨٥.

وعموماً، قبل الحديث عن نشأة السوق الرسمي وانطلاقته، نُعرِّج على الجهود الحكومية التي دعت إلى إنشاء وتنظيم السوق المالية، وبدء عملها رسميًّا.

٢-٢-٢. لجنة من ثلاث جهات لتأسيس السوق المالية:

نظـراً لما ذكرناه عن تزايد عدد الشركات التي طُرحت للتداول مع بدايات الطفرة النفطية الأولى في المملكة، وبعد قرار الحكومة بسـعودة البنوك العاملة في السوق السعودية في أواخر السبعينيات وأوائل الثمانينيات، وما رافقه من إقبال الناس على شراء الأسهم، وتغطية الاكتتابات بنسـب تفوق المطلوب لها من الأموال كثيراً، وخوفاً من انتقال ونشوء أزمة كأزمة سوق المناخ الشـهيرة في الشقيقة الكويت بسبب كِبر حجم التداول غير الرسمي وغير المنظَّم؛ فقد صدر في عام ١٩٨٣ مرسومٌ ملكي بضرورة سنِّ وإيجاد قوانين للمتاجرة في الأسهم في المملكة[٢٧].

وعهد المرسـومُ إلى ثلاث جهات هي مؤسسـة النقـد العربي السـعودي ووزارة المالية ووزارة التجـارة، بإيجاد قواعد ولوائح تُنظِّم عمل السـوق رسـميًّا. وبالفعل، أثمرت جهودُ اللجنة في ١٩٨٤عن اقتراح إيجاد سـوق رسمية لتداول الأسهم تحت إشراف وإدارة مؤسسة النقد العربي السـعودي، التي سـارعت في نهاية العام بإصدار نظام سوق الأسهم السعودية (القواعـد التنفيذية لتنظيم عملية تداول الأسـهم) للمرة الأولى في تاريخ البلاد. وتمَّ وفقاً لهذه القواعد حَصْر وساطة تداوُل الأسهم عن طريق البنوك التجارية؛ بهدف تحسين الإطار التنظيمي والفني للتداول.

٢-٢-٣. افتتاح السوق الرسمي لتداول الأسهم:

٢٣ فبراير ١٩٨٥، كان يوم الانطلاق الأول لسـوق الأسهم السـعودية رسميًّا، وكان عدد قطاعات السـوق أربعة قطاعات، وعدد شركاته ٤٨، وتم إعطاء المؤشر العام للسـوق وزناً نسـبياً بحسـب كل قطاع، ليبدأ عند ١٠٠ نقطة[٢٨]. وكان مُسـمَّى المـؤشر العام في بداية

(٢٧) بدأت أزمة سوق المناخ في مايو ١٩٨٢، وبلغت ذروتها في أغسطس من العام نفسه، وهو سوق غير رسمي كان يقوم على الصفقات الآجلة.

(٢٨) تمَّ تغييره في يناير ١٩٩٩ ليكون ١٠٠٠ نقطة أساس بدلاً من ١٠٠ نقطة أساس. وسيتم التعامل في هذا الكتاب على اعتبار الـ ١٠٠٠ نقطة أساس، حيث يُستخدم هذا الرقم المعدل في كثير من المراجع والدراسات التي رجع إليها المؤلف.

التـــداول «NCFEI»[٢٩]. ويوضِّــح الجدول رقم (٢-١) القطاعــات الأربعة التي انطلق بها سوق الأسهم السعودية في يوم التداول الأول له في فبراير ١٩٨٥.

جدول (٢-١)

القطاعات الرئيسية في اليوم الأول للتداول الرسمي في سوق الأسهم السعودية

القطاع	عدد الشركات	عدد الأسهم	رأس المال (بليون ريال)
المالي	١٠	١٧٥٥٠٠٠٠	١,٨
الصناعي	١٧	٨٧١١٠٠٠٠	١١,١٩١
الخدمات والمرافق	١٥	٢٩٧٥١٣٦٢٣	٢٨,٣٣٤
الزراعي	٦	١٦٩٦٦٧٦٩	١,١٧٤
المجموع	٤٨	٤١٩١٤٠٣٩٢	٤٢,٤٩٩

المصدر: الدخيل، ٢٠١٠.

وتكوَّن القطاع المالي من البنك العربي الوطني، والبنك السعودي الأمريكي (سامبا حالياً)، والبنك الســعودي البريطاني، والبنك الســعودي الهولندي، وبنك الرياض، والبنك السعودي للاســتثمار، والبنك الســعودي الفرنسي، وبنــك الجزيرة، وبنك القاهرة الســعودي، والبنك السعودي التجاري المتحد[٣٠].

وفيما يخصُّ القطاع الصناعي، فالشركات هي: ســابك، الأســمدة العربية «ســدافكو»، السعودية للزيوت والسمن النباتي[٣١]، الخزف السعودي، عسير للتجارة والصناعة، الإسمنت العربية، الإســمنت السعودي، الإسمنت السعودي البحريني[٣٢]، الشركة السعودية الكويتية

(٢٩) اختصار لـ «National Center for Financial and Economic Information»، وتمَّ تغييرة ليكون باسم تداول في أكتوبر ٢٠٠١ بعد استبدال نظام ESIS بنظام تداول الإلكتروني.

(٣٠) البنكان الأخيران اندمجا في سبتمبر ١٩٩٧ تحت اسم البنك السعودي المتحد، ثم اندمج الأخير في منتصف ١٩٩٩ مع البنك السعودي الأمريكي تحت مُسمَّى الأخير.

(٣١) تطوَّرت وتوسَّعت نشاطاتها فيما بعدُ، وتغير اسمها إلى شركة صافولا.

(٣٢) اندمجت فيما بعدُ مع شركة الإسمنت السعودية.

لصناعة الإسـمنت[٣٣]، إسمنت ينبع، إسـمنت الجنوبية، إسمنت القصيم، إسمنت اليمامة، المصافي العربية السعودية، التصنيع الوطني، السعودية الكيمائية، والجبس الأهلية.

أما قطاع الخدمات والمرافق فضمَّ ١٥ شركة مسـاهمة، هي: كهرباء الوسـطى، كهرباء الغربيـة، كهرباء الشرقية، كهرباء الجنوبية، كهرباء تبوك، كهرباء تيماء والضويحية[٣٤]، الغاز والتصنيـع الأهلية، السـعودية للنقل الجماعـي، الوطنية للنقل البحـري (قديم)، الوطنية للنقل البحري (جديد)، السـعودية لنقل وتجارة المواشي[٣٥]، السعودية لخدمات السيارات، السعودية للفنادق، العقارية السعودية، تهامة للإعلان والعلاقات العامة.

القطاع الرابع، وهو القطاع الزراعي ضمَّ: الوطنية للتنمية الزراعية «نادك»، حائل للتنمية الزراعية[٣٦]، القصيم الزراعية، تبوك للتنمية الزراعية، السعودية للأسماك، والشرقية الزراعية.

ولم تشهد السوق طرحاً جديداً بين عامي ١٩٨٥ و١٩٨٧ سوى شركة واحدة هي الشرقية للتنميـة الزراعية، وتمَّ طرحُها في ١٩٨٥، ولم يتـم تغطية اكتتابها بالكامل. ويرى (الدخيل، ٢٠١٠) أنَّ عدم تغطية اكتتاب الشرقية الزراعية خلق ركوداً كبيراً أسـهم في تراجع أسـعار الأسـهم التي وصلت لأدنى مستوياتها في سبتمبر ١٩٨٦. وإضافة لذلك، فإن تراجع إيرادات الحكومة وتناقص معدلات الإنفاق أسـهم بالضغط على أسعار السوق لتتراجع وتفقد كثيراً من قيمتها. وسيتم مناقشة أداء السوق بتفاصيل أكثر في الفصل اللاحق لهذا الفصل.

٢-٢-٤. كيفية حساب المؤشر في سوق الأسهم السعودية:

مؤشر السـوق «Market index»، هو رقم يُمثِّل التغيرات في القيمة السوقية الإجمالية لمجموعة من الأسـهم مقابل قيمة أساسـية من تاريخ معين. وتختلف تركيبة وحسـابات المؤشرات من مؤشر لآخر على أسـاس خيارات الأسهم التي يتضمنها المؤشر والوزن النسبي المُعطَى لكل سهم / شركة، وسنة الأساس التي يُحسب بناءً عليها المؤشر.

(٣٣) تمَّ تعديل اسمها لاحقاً إلى إسمنت الشرقية.

(٣٤) ذكرنا سابقاً اندماجها فيما بعدُ تحت اسم الشركة السعودية الموحدة للكهرباء. انظر هامش رقم (٢٣) ص٦١.

(٣٥) اندمجت فيما بعدُ مع المكيرش، وأصبح اسمها المواشي المكيرش المتحدة، وبعد إيقافها عن التداول أُعيدت ملكيتها وهيكلتها تحت اسم مجموعة أنعام الدولية القابضة.

(٣٦) استحوذت عليها شركة المراعي في ٢٠٠٩م.

ومثـــل كثير من الأســـواق العالمية الأخرى، تقوم طريقة حســـاب مؤشر ســـوق الأســـهم السعودي منذ اليوم الأول لافتتاحه على أساس القيمة السوقية للأسهم «Value-weighted indexes»، حيث تُستخدم القيمة الإجمالية لسهم الشركة المعينة في السوق كعامل لتحديد وزن ذلك السهم في المؤشر(٣٧). وتتم عملية بناء المؤشر العام (NCFEI) سابقاً أو (Tasi(٣٨)) تاسي حالياً على ثلاث خطوات:

الأولى: يتم تجميع القيمة الســـوقية لكافة الأســـهم في اليوم المراد حســـاب المؤشر له، يُمكن تسميتها P_t.

الثانية: تُقسَّـــم القيمة الســـوقية لليوم المراد حســـاب المؤشر له على القيمة السوقية لجميع الأسهم في اليوم السابق له، وتُسمَّى P_{t-1} .

الثالثة: تُضرب النتيجة في قيمة المؤشر لليوم السابق.

وبالمعادلة يمكن إيجاد $Tasi_t$ كما يلي:

$$Tasi_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} \times Tasi_{t-1}$$

وهـــذا يعنـــي أن الشركات الكبيرة ذات القيمة الســـوقية تؤثِّر في المؤشر بدرجة أكبر من الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة (الحويماني، ٢٠٠٦).

ولكن ذلك لا يعني أنَّ دخولَ شركة كبيرة في الســـوق ســـترفع المؤشر لقيم عالية، فالمؤشر يقوم على الفرق بين القيمة الســـوقية بين اليوم وأمس؛ وهذا ســـبب عدم إدخال الشركات الجديـــدة في حســـاب المؤشر إلا بعد مضي مدة زمنية معينة، واســـتقرار ســـعر ســـهم تلك الشركة(٣٩).

(٣٧) يُستخدم حساب المؤشر بحسب القيمة السوقية في بورصة باريس وفرانكفورت، في حين يتم حساب مؤشر داو جونز الصناعي على أساس سعر السهم «الوزن السعري price-weighted indexes» وليس بحسب القيمة السوقية للسهم.

(٣٨) اختصار لـ «Tadawul All-Share Index».

(٣٩) من شروط دخول الشركة في المؤشر أن تكون ٥٪ فأكثر من أسهمها مطروحة للتداول، وأن يكون مضى على تداولها ٢٠ يوماً من بداية طرحها في السوق.

وتقوم السوق المالية السعودية (تداول) حالياً (بنهاية ٢٠١٥) بحساب وتوزيع ١٦ مؤشراً (المــؤشر العام بالإضافة إلى ١٥ مؤشراً فرعياً)، ويتم حســاب وتوزيــع جميع المؤشرات آنياً خلال فترة التداول الرسمية (من الأحد إلى الخميس)، وذلك بناءً على كلِّ الصفقات العادية «Normal trade» التي يتمُّ تنفيذها في الســوق (الصفقة العادية هي الصفقة التي تكون قيمتها مساوية أو أكبر من ١٥,٠٠٠ ريال سعودي).

٢-٢-٥. إنشاء شركة تسجيل الأسهم:

نظراً لأنَّ مَن يصدر الأسهم ويكتبها بأسماء المستثمرين ويُصادق على نقل ملكيتها بينهم هي الشركة نفسها، كما ذكرنا سابقاً، ولما لهذه الطريقة من محاذيرَ وقصورٍ، ولأنَّ التأخر في تسجيل الصفقات يقلص سيولة السوق؛ فقد أنشأت مؤسسة النقد العربي السعودي «ساما» في ١٩٨٥ شركة متخصصة لتســجيل الأسهم (SSRC)(٤٠). وهي شركة اقتصرت ملكيتها على البنوك التجارية، ويقوم عمل الشركة الجديدة على تسجيل الصفقات بأسماء الملَّاك الجُدد، وإصدار شهادات أسهم جديدة. وعملت هذه الشركة كسجل مركزي لكل صفقات السوق، والشركات، والبيع والشراء والمتاجرة في الأسهم. واستمر عمل الشركة حتى بعد الانتقال من التــداول اليــدوي إلى التداول الآلي، حيث كانت الشركة هي التــي تُصادق على نقل ملكية الأســهم من البائع إلى المشــتري قبل أن تعيدها للنظام الآلي، مع تأكيد أن الصفقة سُجِّلت واعتُمدت في سجلاتها.

٢-٢-٦. ميكنة التداول والنظام الآلي لمعلومات الأسهم «ESIS»:

في النصف الثاني من عام ١٩٩٠ تمَّت ميكنة عملية تداول الأسهم عن طريق النظام الآلي للتداول ومعلومات الأســهم المعروف اختصاراً باســم (ESIS)(٤١). وتعتبر ميكنة التداول في المملكــة هي الأولى والأقدم عربيًّا، وفي منطقة الشرق الأوســط. ويقــوم النظام الإلكتروني بربط وحدات التداول بفروع البنوك المختلفة(٤٢) بالحاســب المركزي لكل بنك، وهذا الأخير

(٤٠) اختصار لــ «Saudi Shares Registration Company».

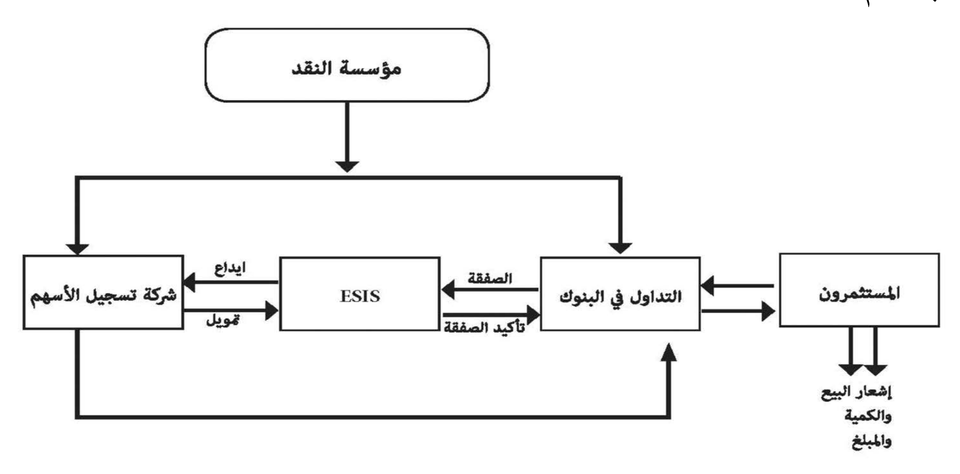
(٤١) اختصار لــ «Electronic Security & Information System».

(٤٢) بلغ عددها في نهاية التسعينيات ٥٠٠ فرع (Alkholifey, 2000).

مرتبط بالحاسب المركزي في مؤسسة النقد؛ مما يمكِّن الوسطاء في هذه الوحدات من إدخال أوامــر العملاء مباشرة في النظــام وتنفيذها إلكترونياً، والبدء في مراحل تســويتها إلكترونياً. وقد تمَّ تحديث نظام (ESIS) منذ تطبيقه تسع مرات[٤٣] قبل استبداله نهائيًّا بنظام تداول Tadawul الجديد في ٢٠٠١.

وبالتأكيد، فإن نظام ESIS قد أسهم بشكل جيد في تحسين معدل تداول الأسهم (Stock turn-over)، حيث لم يكن يزيد معدل التداول قبل إدخال النظام - على سبيل المثال - عن ١، ٢، ٤ في المئة خلال الأعوام ١٩٨٦، ١٩٨٨، ١٩٨٩. ومكَّن النظام الجديد المتداولين من إنجاز عمليــة الشراء والبيع ونقل الملكية خلال الزمن نفســه (T+0)، وهــو ما كان له أثرٌ جيد في تحسُّن معدل التداول فيما بعدُ. والحقيقة أن النظام الإلكتروني أدَّى إلى إلغاء تجزئة السوق، ومكَّن من تنفيذ الصفقات في ظلِّ قواعد واضحة وشــفافة، وحسَّــن كثيراً من آلية تســوية الصفقات، ووفَّر معلوماتٍ واضحةً ودقيقة عن الأسعار والصفقات وأوامر البيع والشراء.

ويوضِّح الشــكل رقم(٢-٣) كيفية تداول الأسهم في نظام «ESIS» ورقابة مؤسسة النقد للســوق، من خلال الارتباط بين الحاســب المركزي في المؤسسة بالحواسيب المركزية للبنوك، وبالنظام نفسه.



المصدر: الدخيل، ٢٠١٠.

شكل (٢-٣): آلية التداول في نظام ESIS

(٤٣) للمزيد من التفاصيل، انظر محمد السحيباني، ٢٠٠٧.

وســيتطرق الفصل التالي بشــكل مُفصَّل لحجم ومعدل تداول الأســهم، وحجم السيولة تحــت النظام الآلي لمعلومات ESIS، الذي تمَّ تحديثُه تســع مرات، كما ذكرنا ســابقاً، كان آخرُها عام ١٩٩٨. وكانت ســاعات التداول في الســوق من السبت إلى الأربعاء على فترتين؛ ساعتين في الصباح، ومثلهما بعد العصر، وكان تداول يوم الخميس يقتصر فقط على ساعتين في الفترة الصباحية.

٢-٢-٧. نظام تداول الإلكتروني:

في ٢٠٠١/١٠/٦، تمَّ اســتبدال نظام ESIS بنظام تداول (Tadawul)، وهو نظام إلكتروني متطور لتداول الأوراق المالية والمقاصة والتسوية في السوق المالية السعودية، وما زال يعمل حتى اليوم. ويُوفِّر نظام تداول الجديد مرونةً كبيرة في أوامر الشراء والبيع في نفس اللحظة، حيث يقوم النظام بالتحويل الفوري للأســهم من حســاب البائع إلى حساب المشتري. كما مكَّن النظام الجديد الشركات المساهمة من إدخال بياناتها المالية وإعلاناتها مباشرة، ونشرها على الموقع. ويضمُّ أيضاً الموقع إحصاءاتِ الســوق اليومية والأســبوعية والشــهرية، وآخر الأخبار عن أرباح الشركات وإعلاناتها.

كما تمَّ تدشــين موقع (تــداول) على الإنترنت، وبالتالي أصبحــت كل معلومات التداول والبيع والشراء والأوامر والصفقات متاحةً بشــكل آني ومباشر لكل متداول بغض النظر عن موقعه الجغرافي. وبالتأكيد، فإنَّ فتحَ التداول عبر الشــبكة العنكبوتية أســهم كثيراً في تزايد أعــداد المتداولين، وعــدد الصفقات وما يتبعها من ســيولة. وللمثال، فقــد ارتفعت قيمة الأســهم المتداولة بنسبة ٦٠ في المئة في ٢٠٠٢ مقارنة مع ٢٠٠١. وزاد عدد الأسهم المتداولة بنســبة بلغــت ١٥١ في المئة في ٢٠٠٢ مقارنــة مع عددهــا في ٢٠٠١. وزاد عدد الصفقات (تجاوز المليون لأول مرة في تاريخ السوق) بنسبة ٧١ في المئة لنفس عامي المقارنة السابقين.

٢-٣. إنشاء هيئة سوق المال:

لا شك أن سيطرة ثلاث جهات على السوق منذ نشأته كانت أمراً غيرَ متعارف عليه في أي سوق في دول العالم، وكانت هناك مطالبات كثيرة بضرورة إنشاء هيئة مستقلة تتولى عملية الإشراف على الســوق كما هو المتبع والســائد في العالم. وبالفعل، فقد صدر المرسوم الملكي

رقــم (م/٣٠) في ١٤٢٤/٦/٢هـ الموافق ٢٠٠٣/٧/٣١، بالموافقة على «نظام الســوق المالية»، وتأسيس هيئة السوق المالية (Capital Market Authority)، واختصارها (CMA)، وأُنيط بها الإشراف والرقابة على كافة جوانب الســوق ومؤسســاته، والإشراف على تطبيق النظام فيه. وهي هيئة حكومية ذات شــخصية اعتبارية واســتقلال مالي وإداري، وترتبط مباشرةً برئيس مجلس الوزراء. وبذلك أنهى المرســوم ســيطرةَ مؤسسة النقد على سوق الأسهم لما يصل لعقدين من الزمن.

٢-٣-١. أهداف هيئة سوق المال:

وحدَّد «نظام السوق المالية» في مادته الخامسة أهداف إنشاء الهيئة فيما يلي:

أ - تكــون الهيئة هي الجهة المســؤولة عن إصدار اللوائح والقواعــد والتعليمات، وتطبيق أحكام هذا النظام.

وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بما يأتي:

١- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملــة في تداول الأوراق الماليــة، وتطوير الإجراءات الكفيلــة بالحدِّ من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.

٢- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.

٣- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.

٤- حماية المواطنين والمســتثمرين في الأوراق المالية من الممارســات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.

٥- العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.

٦- تنظيــم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومــات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.

٧- تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم.

ب- يجــوز للهيئة أن تنــشر مشروعَ اللوائــح والقواعد قبل إصدارهــا أو تعديلها، ويسري مفعول اللوائح والقواعد والتعليمات التي تصدرها الهيئة طبقاً لما تُحدِّده أحكامها.

ج- لأغــراض إجراء جميع التحقيقات التي يرى المجلس ضرورتها لتطبيق أحكام هذا النظام واللوائح والقواعد الصادرة طبقاً لأحكامه؛ يتمتع أعضاء الهيئة وموظفوها الذين يُحدِّدهم المجلس بصلاحية اســتدعاء الشــهود، وأخذ الأدلة، وطلب تقديم أي سجلات أو أوراق أو أي وثائق أخرى قد تراها الهيئة ذات صلة أو مهمة لتحقيقها.

ويجوز للهيئة التفتيش على الســجلات وغيرها من المستندات أياً كان حائزها؛ لتقرِّر ما إذا كان الشــخص المعنــي قد خالفَ أو يوشــك أن يخالفَ أحكام هذا النظــام، أو اللوائح التنفيذية، أو القواعد الصادرة عن الهيئة.

٢-٣-٢. مهام هيئة سوق المال:

وحدَّدت المادة السادسة من «نظام السوق المالية» مهامَّ الهيئة وفق ما يلي:

أ- تتولى الهيئة صلاحية تنفيذ المهام المنصوص عليها في هذا النظام، وكذلك اللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بمقتضاه، ويدخل في ذلك، على سبيل المثال لا الحصر:

١- وضع السياسات والخطط وإجراء الدراسات وإصدار القواعد اللازمة لتحقيق أهداف الهيئة.

٢- إصدار اللوائح التنفيذية الضرورية لتطبيق أحكام هذا النظام وتعديلها.

٣- الموافقة على طَرْح الأوراق المالية.

٤- إبداء الرأي والتوصية للجهات الحكومية في الأمور التي يكون من شأنها المساهمة في تنمية السوق وحماية المستثمرين في الأوراق المالية.

٥- تعليق نشــاط الســوق لمدة لا تزيد على يوم واحد، ويتعين في حالات الضرورة التي ترى معها الهيئة أو وزير المالية تعليق نشــاط الســوق لمدة تزيد على يوم واحد أن يصدر بالموافقة على ذلك قرار من وزير المالية.

٦- الموافقــة عــلى إدراج أو إلغــاء أو تعليق إدراج أي ورقة مالية ســعودية متداولة في السوق لمصدر سعودي في أي سوق للأوراق المالية خارج المملكة.

٧- مَنْع أي أوراق مالية في السوق أو تعليق إصدارها أو تداولها إذا رأت الهيئة ضرورة ذلك.

٨- وَضْع حد أعلى أو أدنى للعمولات التي يتقاضاها الوسطاء من عملائهم إذا رأى المجلس ذلــك ملائماً، والموافقة على المقابل المالي والعمــولات الأخرى التي يتقاضاها كلٌّ من السوق والمركز.

٩- إضافــة إلى مــا ورد في الأنظمة الأخرى ذات العلاقة، للهيئــة وَضْعُ المعايير والشروط الواجــب توافرهــا في مدققــي الحســابات الذيــن يتولــون تدقيقَ دفاتر الســوق والمركز وســجلاتهما، وشركات الوســاطة، وصناديق الاســتثمار، والشركات المساهمة المدرجة في الســوق. وللهيئة - مع مراعاة مســؤوليتها الإشرافية - الحقُّ في تفويض هذه المسؤولية إلى الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين.

١٠- تحديد محتويات القوائم المالية السنوية والدورية، والتقارير والمستندات التي يجب أن تُقدِّمهــا الجهات المصدرة التي تطرح أوراقــاً مالية للجمهور أو الجهات المدرجة أوراقها المالية في السوق.

١١- تعريف المصطلحات والنصوص الواردة في هذا النظام وشرحها.

١٢- إصــدار القرارات والتعليمات والإجراءات اللازمة لتنفيــذ أحكام هذا النظام واللوائح التنفيذية، والقيام بالتحري والتحقيق في مخالفات أحكام هذا النظام واللوائح التنفيذية.

١٣- وَضْع اللوائح الداخلية، وإصدار التعليمات والإجراءات اللازمة لإدارة الهيئة.

١٤- الموافقة على لوائح السوق والمركز وقواعدهما وسياساتهما.

١٥- إعداد لوائح وقواعد المراقبة والإشراف على الجهات الخاضعة لأحكام هذا النظام.

١٦- الموافقة على تأســيس صناديق الاســتثمار ودمجها وتصفيتهــا وقواعد عملها طبقاً لأحكام المادة التاسعة والثلاثين من هذا النظام.

١٧- تعيين مراقب حسابات مرخص لتدقيق القوائم المالية للهيئة وحساباتها الختامية.

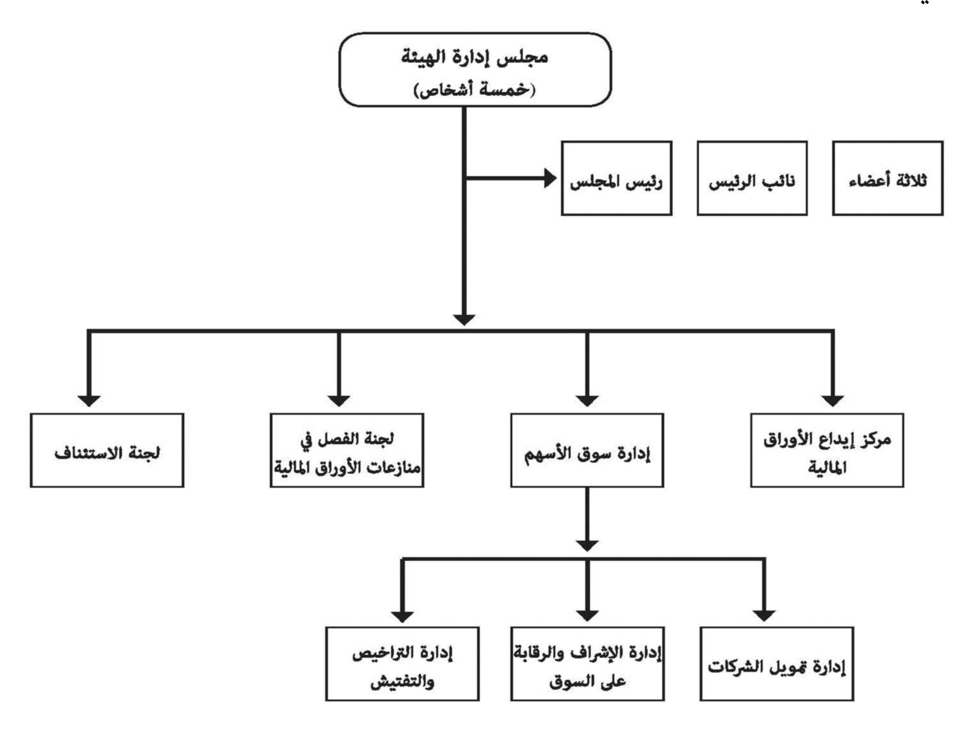
١٨- مَنْح التراخيـص اللازمة التي تصدر بموجب أحكام هذا النظام ولوائحه، بما في ذلك الترخيص لشركات ووكالات التصنيف وشروط ذلك.

١٩- إعداد الميزانية السنوية للهيئة.

على الهيئة في مباشرة صلاحياتها وفقاً لهذا النظام ولوائحه التنفيذية التنسيق مع مؤسسة النقد العربي السعودي بشأن الإجراءات التي تزمع اتخاذها، والتي قد يترتب عليها آثار على الأوضاع النقدية (نظام السوق المالية، ٢٠٠٣/٧/٣١).

٢-٣-٣. الهيكل التنظيمي لهيئة سوق المال:

وتتكون الهيئة تنظيمياً بحسب ما يُوضِّح الشكل رقم (٢-٤) من أربعة أجهزة رئيسية، هي:



المصدر: الموقع الإلكتروني لهيئة سوق المال السعودية.

شكل (٢-٤): الهيكل التنظيمي لهيئة سوق المال

أ- إدارة سوق الأسهم، وتتكون بدورها من ثلاث إدارات رئيسة، هي:

١- إدارة تمويل الشركات: وهي مسؤولة عن مراجعة طلبات الشركات الراغبة في الطرح للاكتتاب العام، والتزام الشركات بقواعد الطرح والتسجيل والاستحواذ والاندماج.

٢- إدارة الرقابة على السوق: ومهمتها التحقُّق من التزام العاملين في السوق بالقواعد والأنظمة الصادرة عن الهيئة، ومراقبة إفصاح الشركات وإعلاناتها، بما يُحقِّق العدالةَ والشفافيةَ في السوق.

٣- إدارة التراخيص والتفتيش: ومهمتها الترخيص للعاملين في سوق المال (السماسرة، الاستشارات، إدارة أصول الشركات)، ومتابعة أعمالهم والتزامهم بالقواعد والأنظمة.

ب- مركز إيداع الأوراق المالية: ومهمته تنفيذ عمليات الإيداع، والتسوية، والتحويل، والمقاصة، وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.

ج- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية: ويتمثل دورُها في النظر في التظلُّم من القرارات والإجراءات الصادرة عن الهيئة أو السوق، فيما يُعرف (بالدعوى الإدارية)، والنظر في الدعاوى الناشئة بين المستثمرين فيما بينهم فيما يتعلق بنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص فيما يُعرف باسم (الدعوى المدنية)، وتفصل كذلك في الدعوى التي تُرفع من هيئة السوق المالية ضد مخالفي نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية فيما يُعرف (بالدعوى الجزائية).

د- لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية: بحيث يُمكن للطرف الذي لم يسجل قناعته بقبول القرار الصادر عن لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية (محكمة الدرجة الأولى) أن يرفع النزاع إلى لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية (محكمة الدرجة الثانية)، وهي ذات تشكيل مختلف عن الدرجة الأولى، وتتمثل مهماتها فيما يلي:

١- رفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

٢- تأكيد القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

٣- إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد استناداً على المعلومات الثابتة في ملف الدعوى أمام لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وإصدار القرار الذي تراه

مناسباً في موضوع الشكوى أو الدعوى. وتعد القرارات الصادرة من لجنة الاستئناف في هذا الشأن قرارات نهائية، غير قابلة للطعن فيها.

٢-٤. اللوائح التي أصدرتها هيئة سوق المال:

بناءً على ما سبقت الإشارة إليه في المادتين الخامسة والسادسة، فقد سارعت الهيئة ومنذ الأيام الأولى لإنشـائها بإصدار عدد من اللوائح التنفيذية اللازمة لتنفيذ أحكام نظام السوق المالية، نستعرضها باختصار فيما يلي مرتبةً حسب تاريخ طرحها:

٢-٤-١. لائحة سلوكيات السوق:

وصـدرت اللائحـة عن مجلس الهيئـة في ٢٠٠٤/١٠/٤، وتعدُّ هـذه اللائحة هي الأهم؛ لأنها جاءت لحماية المتعاملين في السـوق من التلاعب والغش والإجراءات غير النظامية في السوق. وتنصُّ اللائحة على محاربة ومعاقبة أي تلاعُب في السوق، وما يتعلق به من تضليل أو تدليـس حين التعامل في السـوق. كما تُجرِّم اللائحة التـداولَ وتحقيق الأرباح بناءً على معلومات داخلية في الشركة المعينة؛ ولذا تمنع الهيئة كبار التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة في الشركات المسـاهمة من تداول أسـهم الشركة التي يعملون فيها. كما تجرِّم اللائحة بثَّ البيانات غير الصحيحة (الشـائعات)، وللمثال: لو قام شـخص بالتصريح ببيان غير صحيح أو غير دقيق بشأن شركة ما، وهو يعلم سلفاً بعدم صحته؛ فإن هذا يُعدُّ سلوكاً غير نظامي لأثره المتوقع في تغيير سعر الورقة المالية دون توافر سبب جوهري صحيح لهذا التغير؛ ولذا فإنَّ مَن يقومون بترويج الشائعات والمعلومات غير الصحيحة مُعرَّضون للعقاب وفقاً لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

٢-٤-٢. لائحة طَرْح الأوراق المالية:

وصـدرت بقرار مجلـس الهيئـة في ٢٠٠٤/١٠/٤ أيضاً، وتُبين اللائحة أحـكام وشروط طرح الأوراق المالية في السـعودية، وتمَّ تعديل اللائحة بقـرار من مجلس الهيئة رقم ٢٠٠٨/١/٢٨، في ٢٠٠٨/٨/١٨. ويكـون الطرحُ بحسـب اللائحة طرحاً خاصاً أو طرحاً عاماً. ويُشـترط لطرح أي أوراق مالية في السوق السعودي أن تكون مستوفيةً للشروط الواردة في قواعد التسجيل والإدراج.

٢-٤-٣. قواعد التسجيل والإدراج:

وصـــدرت بقرار مجلس الهيئة في ٢٠٠٤/١٠/٤، وتُبين إجراءات وشروط تســجيل شركات المســاهمة أوراقها المالية لدى الهيئة وإدراجها في السوق المالية، وهي نفس إجراءات حالة طرح أوراق مالية للاكتتاب العام. ومن هذه الشروط: تقديم تعهُّد من شخص مُرخَّص له من الهيئة يتضمن الالتزامَ بتغطية الإصدار بشــكل كامل في حالة قصور الاكتتاب العام عن ذلك، وإعداد ونَشْر نشرة إصدار تحتوي على جميع المعلومات الضرورية لتمكين المســتثمر من تقويم نشــاط الشركة، مع بيان الحد الأدنى من هذه المعلومات. وتَفرض هذه القواعد التزاماتٍ مســتمرةً على الشركات التي تدرج أســهمها في الســوق المالية، ومن بينها الالتزام بإبــلاغ الهيئــة والجمهــور دون تأخير عن أي تطــوُّرات أو قرارات مهمــة تؤثِّر على أصول الشركــة أو خصومها أو وضعها المالي أو المســار العام لأعمالها، ونــشر القوائم المالية الربع سنوية والسنوية. وتتضمن هذه القواعد التزاماتٍ بإشعار الهيئة عن تملُّك حصص كبيرة في الشركات المُدرَجة.

٢-٤-٤. لائحة الأشخاص المُرخَّص لهم:

وصدرت اللائحة عن مجلس هيئة السوق المالية في ٢٠٠٥/٦/٢٨، وتُحدِّد اللائحة حقوقَ والتزامات وشروط التعامل في الأوراق المالية لمكاتب وشركات السمسرة والمستشارين الماليين ووكلاء ومديري المحافظ، مثل:(التعامل، الحفظ، الإدارة، تقديم المشــورة)، سواء كان مُقدِّم الخدمة شــخصاً حقيقياً أو اعتبارياً. ونصَّت اللائحة على «ضوابط النزاهة والمهنية والرقابة الداخلية والكفاية المالية والإفصاح لمَن يقوم بأعمال الوساطة». كما نظَّمت اللائحة العلاقةَ بين المتعاملين في الأوراق المالية وعملائهم، بما يُحقِّق مصلحة الطرفين.

٢-٤-٥. لائحة أعمال الأوراق المالية:

صدرت بقرار مجلس الهيئة في ٢٠٠٥/٦/٢٨، وتُبين أحكامَ وشروط ممارسة الأنشطة ذات العلاقة بالوســاطة في أعــمال الأوراق المالية، وهي: التعامــل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً ونحو ذلك، والقيام بالترتيب لهذا التعامل، وإدارة ورقة مالية عائدة لشــخص آخر، وتقديم المشورة في مجال الأوراق المالية، وحفظ الأوراق المالية العائدة لشخص آخر.

٢-٤-٦. لائحة صناديق الاستثمار:

وصــدرت بقرار مجلس الهيئة في ٢٠٠٦/١٢/٢٤، وتُنظِّم تأســيسَ صناديق الاســتثمار في المملكة، وإجراءات وشروط الترخيص لها، وما يتصل بإدارتها والإشراف عليها، وطرح وحداتها واستردادها، وجميع الأنشطة المرتبطة بها.

٢-٤-٧. لائحة صناديق الاستثمار العقاري:

وصدرت بقرار مجلس الهيئة في ٢٠٠٦/٧/١٥، وتُنظِّم تأسيسَ صناديق الاستثمار العقاري في المملكــة، وإجراءات وشروط الترخيــص لها، وطرح وحداتها، وما يتصل بإدارتها والإشراف عليها، وحماية حقوق ملكيتها، وتطبيق قواعد الإفصاح عليها.

٢-٤-٨. لائحة حوكمة الشركات:

وصــدرت بقرار مجلس الهيئة في ٢٠٠٦/١١/١٢، وتُبــين القواعدَ والمعايير المنظِّمة لإدارة شركات المســاهمة المدرَجة في الســوق، من أجل ضمان الالتزام بأفضل ممارسات الحوكمة التــي تكفل حماية حقوق المســاهمين وحقوق أصحــاب المصالح. وتُبــين اللائحة حقوقَ المســاهمين وكيفية حصولهم عليها، والسياســات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح، ووظائف ومسؤوليات ولجان مجلس الإدارة.

٢-٤-٩. لائحة الاندماج والاستحواذ:

وصدرت بقرار مجلس الهيئة في٢٠٠٧/١٠/٣، وتمَّ تعديلُها لاحقاً بقرار آخر لمجلس الهيئة في ٢٠١٢/١/٢٢. وحســب إعلان الهيئة، فإنَّ اللائحة تبــين جميعَ الأحكام المتعلقة بعروض الاســتحواذ والإعلانات المرتبطة بها، والحظر والقيود على التعاملات ذات العلاقة والإفصاح عنها، وأحكام العرض الإلزامي والعرض الاختياري، وطريقة السداد، والالتزام بنظام المنافسة، ومحتويات ومتطلبات مستند العرض، واستحواذ الأطراف ذوي العلاقة.

٢-٤-١٠. لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية:

وصــدرت بقرار مجلس الهيئة في ٢٠١١/١/٢٣، وتُنظِّم اللائحة التي تتكون من خمســين مادة وســائلَ تبليغ الدعوى وقيدها، وطريقة الإخطار والتبليغ، وجلسات اللجنة، وطريقة

حضور أطراف الدعوى، وطُرق الإثبات، والاستعانة بالخبرة لخدمة أطراف القضية، وإجراءات النظر، وإصدار القرارات، والاستئناف.

٢-٤-١١. لائحة قواعد الكفاية المالية:

وصــدرت بقرار مجلــس الهيئــة في ٢٠١٢/١٢/٣٠، وتُحدِّد اللائحــة الجوانب المتعلقة بالأشــخاص المُرخَّــص لهم، مثل: متطلبــات الترخيص، وإجراءات وصلاحيــات الهيئة تجاه الطلب، وقدرة الشخص المرخَّص له وملاءته، ونطاق الأعمال، والعلاقة مع العملاء وسجلاتهم وتقديم التقارير الدورية إليهم. وتشــترط اللائحة ألا يقل رأس المال المدفوع لمقدم الطلب عن خمســين مليون ريال للترخيص لأعمال التعامل والحفــظ والإدارة، وألا يقل عن مليوني ريال للترتيب، وألا يقل عن ٤٠٠ ألف ريال لتقديم المشــورة. ويُشترط في الشخص المُرخَّص له أن تكون إدارته ومقره الرئيسي في المملكة.

٢-٤-١٢. لائحة الإجراءات الخاصة بالشــركات التي بلغت خســائرها المتراكمة ٥٠٪ فأكثر من رأس مالها:

وصــدرت بقرار مجلس الهيئة في ٢٠١٣/١١/١٨، وتبين اللائحة في مادتها الثالثة ما يجب عــلى الشركــة عملُه عند بلوغ الخســائر المتراكمة لهــا ٥٠٪ فأكثر، وبما يقــل عن ٧٥٪ من رأســمالها. وتوضِّح المادة الرابعة ما يجبُ على الشركة حين بلوغ خســائرها المتراكمة ٧٥٪ فأكثر، وبما يقلُّ عن ١٠٠٪ من رأســمالها. وتنصُّ المادة الخامســة على ما يجب عمله حين تبلغ الخســائر المتراكمة للشركة ١٠٠٪ فأكثر من رأســمالها. كما توضِّح اللائحة آلية تعامل الهيئة مع الشركة التي تنطبق عليها المواد الثالثة والرابعة والخامسة حسب ما سبق ذكره.

٢-٥. إنشاء شركة «تداول»:

اســتكمالاً لما نصَّت عليه المادة العشرون من نظام الســوق المالية القاضية بــأن «تنشأ في المملكة ســوقٌ لتداول الأوراق المالية تُسمَّى (الســوق المالية السعودية)، وتكون صفتها النظاميــة شركةً مســاهمة وفقاً لأحكام النظــام»؛ فقد وافقَ مجلس الــوزراء في ١٩ مارس ٢٠٠٧ على تأسيس شركة سعودية مساهمة باسم (شركة السوق المالية السعودية «تداول»).

وتتمتع الشركة بالشـخصية الاعتبارية والذمة المالية المسـتقلة، ويتمُّ طرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام في الوقت الذي تُحدِّده الجمعية العامة غير العادية للشركة.

ونـصَّ النظام الأسـاسي للشركة في مادتـه الثالثة على أغراض الشركة، وتشـمل «توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسـجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها. ولها مزاولة أي نشـاط آخر ذي علاقة بأيٍّ من ذلك وفقاً لنظام السوق المالية، وبما يُحقِّق أهدافَها الواردة فيه».

ويبلغ رأسـمال شركة (تداول) ١٢٠٠ مليون ريال مُقسَّـمة إلى ١٢٠ مليون سهم، يملكها بالكامل صندوق الاستثمارات العامة، حيث لم تطرح إلى اليوم أيَّ جزء من أسهمها للاكتتاب العام كما ينص قرار إنشائها.

ويتكون مجلس إدارة شركة (تداول) من تسـعة أعضاء يتـم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء وترشـيح من رئيس مجلس هيئة السـوق المالية. وتشـمل عضوية المجلس مُمثِّلاً عـن وزارة المالية، وممثلاً عـن وزارة التجارة والصناعة، وممثلاً عن مؤسسـة النقد العربي السـعودي، وأربعة مُمثِّلين عن شركات الوساطة المرخصة، ومُمثِّلَين عن الشركات المساهمة المدرجة في السوق السعودية.

ويحظـر النظام على منسـوبي الشركة الإفصاح عن أي معلومـة داخلية لأي طرف كان، كـما يحظر عليهم تداول الأوراق المالية بناءً على معلومـات داخلية، أو الترتيب لصفقة ما لصالح أيٍّ من أقاربهم أو أي شـخص لهم علاقـة به. ويجيز لهم النظام الاكتتاب في جميع الأسـهم المطروحة، والاكتتاب في أسهم حقوق الأولوية سـواء كانت بعلاوة إصدار أو دون علاوة إصدار، ويجوز لهم أيضاً الاشـتراك في الصناديق الاستثمارية وتملُّك أسهم التأسيس في الشركات المساهمة.

٢-٥-١. تطوير نظام «تداول»:

مع التوسُّـع الكبير الذي شهدته سوق الأسـهم السعودية في بدايات الألفية الجديدة، قامت شركـة (تـداول) في ٢٠٠٦ بتوقيع عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل مع شركة (OMX) السويدية. وبدأ تشغيل واستخدام النظام الجديد للتداول في ٢٠ أكتوبر ٢٠٠٧. وتتكون

أنظمــة تــداول الجديدة من عدد من برامج التشــغيل الإلكترونية الحديثــة التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول، من صفقات وتسويات ومقاصة، بالإضافة إلى قدرتهــا على إكمال العمليات المتعلقة بإدخال ومعالجة الأوامر المضافة في الســوق وتنفيذها بالكامل إلكترونياً ودون أي تدخل يدوي. كما تقوم هذه الأنظمة بسلسلة من العمليات السريعة؛ كتصنيــف الأوامر حســب أنواعها وخصائصها ووقت إدخالها وأســعارها، وتحديد أولوية التنفيذ تمهيــداً لمطابقتها، إضافة إلى عدد كبير من العمليات الدقيقــة التي يتطلب إنجازها سرعةً فائقة استكمالاً لعمليات البيع والشراء.

ومن مزايا النظام الجديد - مثلاً - أنه يقوم بعرض أفضل ١٠ أوامر حسب أسعار العرض والطلب خلال جلســة التداول، كما يمكن الحصول على أفضل ٥ مستويات سعرية لكل من العرض والطلب خلال مرحلة ما قبل التداول. ويمكن أيضاً من خلال النظام الجديد تداول أدوات اســتثمارية جديدة، مثل السندات والصكوك وأي من المنتجات الاستثمارية الأخرى. ويتيح النظام تشــغيل وإدارة أكثر من ســوق في الوقت نفسه، مثل السوق الأولية والسوق الثانوية، إلى جانب إمكانية زيادة عدد قطاعات السوق والمؤشرات الفنية فيه.

ولا شــك أن تطوير نظام تداول أســهَم في تنفيذ صفقات الأســهُم بشكل سريع ومنظَّم، وهو ما ســنعرض له بالحديث في الفصل الثالث من هذا الكتاب عند الحديث عن الكفاءة التشغيلية في سوق المال السعودية.

٢-٦. تسعير الأسهم ونسب التذبذب:

وقبل الحديث عن تســعير الأســهم، تجدر الإشــارة إلى أن كلَّ الأسهم المتداولة في سوق المال السعودية هي أسهم عادية، بمعنى أنه لا يوجد أسهمٌ ممتازة. وبالرغم من صدور قرار في ١٩٩٤ يســمح للشركات المســاهمة بإصدار أسهم تفضيلية (ممتازة)، تحصل على ٥٪ من قيمتها الاســمية قبل توزيع الأرباح، وتحصل على أولوية السداد في حالة تصفية الشركة، إلا أنه لم تصدر أي أســهم تفضيلية (ممتازة) حتى تاريخ تأليف هذا الكتاب لأيٍّ من الشركات المدرَجة في سوق الأسهم.

وفيما يخصُّ التسعير، فقد مرَّ تحديدُ سعر السهم المطروح لاكتتاب العامة بثلاث مراحل

في تاريخ ســوق الأســهم السعودية. فمنذ بداية فتح السوق رســميًّا في ١٩٨٥ وحتى نهاية ١٩٩٣، كانت القيمة الاســمية للســهم الواحد تســاوي ١٠٠ ريال ســعودي. وكانت بعض الشركات - لعدم حاجتها لجميع رأس المال في البداية - تســمحُ بسداده على أقساط. فعلى سبيل المثال، حينما تأسست شركة القصيم الزراعية، وكان عدد أسهمها عند الطرح ٥ ملايين ســهم، بقيمة اسمية قدرها مئة ريال للســهم الواحد، ولعدم حاجة الشركة لكل رأس المال؛ قررت الجمعية العامة للشركة تجزئة دفع قيمة السهم إلى أربعة أجزاء، بمقدار ٢٥ ريالاً لكل جزء. ودفع المساهمون جزأين في البداية، أي خمسين ريالاً عن كل سهم. وحينما احتاجت الشركة فيما بعدُ، وتعرضت لبعض الديون، طالبت المساهمين بدفع الجزأين الآخرينِ بمقدار ٥٠ ريالاً للسهم، وهو ما تمَّ فعلاً.

وعموماً، لم تعُد هذه الطريقة متاحةً منذ تخفيض القيمة الاســمية للسهم إلى ٥٠ ريالاً، ثم إلى ١٠ ريالات. وبحســب البيانات، فلم يتبق في السوق حاليًّا أي شركة لم يُستكمل دفعُ رأسمالها كاملاً.

خلال الفترة ١٩٩٤ إلى ٢٠٠٦ خُفِّضت القيمة الاسمية للسهم إلى ٥٠ ريالاً، وأُلغِي الدفعُ على أقســاط خلال هذه الفترة، وبعد الأزمة التي ضربت ســوقَ الأسهم السعودية في بداية ٢٠٠٦ أعلنت هيئة ســوق المال في ٢٠٠٧ تجزئة الســهم الواحد إلى خمســة أسهم، على أن تكون القيمة الاسمية للســهم ١٠ ريالات، وتمَّ ذلك بالتدرُّج حسب قطاعات السوق بداية من شهر إبريل ٢٠٠٨، وما زال هذا التسعير مستمراً إلى اليوم.

أمَّا الحد الأدنى للتغيُّر في سعر السهم يوميًّا في السوق المالية السعودية فهو ثابت لجميع الأســهم، ويُحســب بالريال وأجزائه، بغض النظر عن سعر السهم. وكان الحدُّ الأدنى للتغير في الســوق منذ افتتاحه رســميًّا في ١٩٨٥ هو ريال واحد، وحينما تطـوَّرت التقنية بإدخال النسخة التاسعة من نظام ESIS الإلكتروني في عام ١٩٩٨ تمَّ تخفيض هذا الحد إلى ربع ريال. واستمر العمل بالربع ريال إلى أن قررت هيئة السوق المالية تعديله والعودة إلى جعله ريالاً واحداً اعتباراً من بداية تداولات يوم السبت ٤ فبراير ٢٠٠٦.

ولم يســتمر استخدام الريال طويلاً كحد أدنى للتغير في سعر السهم، إذ سرعان ما عادت هيئة السوق، وبسبب الفقاعة في فبراير ٢٠٠٦، مرة أخرى للتداول بأجزاء الريال (ربع ريال ومضاعفاته)

في أوامـر الـشراء والبيع ابتداءً من يوم السـبت ١ إبريل ٢٠٠٦. ثم عادت الهيئة في ١٣ سـبتمبر ٢٠٠٨ باعتماد أجزاء الريال الصغيرة (الهللات) بدلاً من الربع ريال، حيث قسَّـمت نسـبة التغير الأدنى إلى ثلاثة نطاقات حسب سعر السهم: النطاق الأول كان خمس هللات للشركات التي تبلغ أسـعار أسهمها في السوق ٢٥ ريالاً فأقل، فيما استُخدم النطاق الثاني، وهو عشر هللات للشركات التي تبدأ أسعارها من ٢٥,١٠ ريالاً إلى ٥٠ ريالاً. والنطاق الثالث وهو تغير أدنى بمقدار ٢٥ هللة للشركات التي تُتداول أسـهمها في السـوق عند ٥٠,٢٥ ريالاً فأعلى، وما زالت هذه النطاقات هي المستخدمة في السوق إلى اليوم.

وتجدر الإشـارة إلى أنه لا يجبُ أن يكون الطلب والعرض حسب هذه النطاقات بشكل متسلسـل، بل يمكن أن يزيد أو ينخفض عـن النطاق ما دام ضمن حدود التذبذب اليومي المسـموح به ارتفاعاً أو نزولاً (على سبيل المثال، لو كان سعر السهم ٢٥ ريالاً، فيمكن طلبه عند ٢٥ ريالاً و٥ هللات، كما يمكن طلبه أيضاً عند ٢٥ ونصف أو ٢٦ ريالاً مرة واحدة).

ويعودُ قرار اسـتخدام النطاقات السعرية حسب سـعر السهم في السوق - حسب بيان هيئة السوق - بعد أن لاحظت هيئة سوق المال أن السيولة لم تعُد تتجه للأسهم ذات الأسعار المنخفضـة، وكلما زاد الفرق بين أفضل طلب وأفضل عرض على هذه الأسـهم كانت حركتها وجاذبيتها للمسـتثمرين أقل. أما نسبة الارتفاع والانخفاض القصوى لسعر السهم في اليوم، فقد حُدِّدت كنسـبة مئوية ثابتة حسـب إقفال السهم في اليوم السابق للتداول. ولا يسمح النظام بتجاوز الأسعار خلال اليوم الواحد ١٠٪ من سعر إغلاق اليوم السابق صعوداً أو نزولاً.

وهذه النسـبة شـبه ثابتة في سـوق الأسـهم السـعودي منذ افتتاحه، ولم تتغير سوى مرة واحدة فقط، حين أصدر مجلس الهيئة قراره بتخفيض نسـبة التذبذب اليومي في أسـعار أسهم جميع الشركات المدرجة في السـوق إلى (٥٪) بدلاً من (١٠ ٪) ابتداءً من تداولات يوم السـبت ٢٠٠٦/٢/٢٥. وهذا التغيير يُنظر له بأنه سبب انفجار الفقاعة، وهو ما جعل الهيئةَ تُقرِّر سريعاً العودةَ لنسـبة الـ (١٠ ٪) لجميع أسـهم الشركات المُدرَجة، وكان ذلك ابتداءً من تداولات يوم السبت ١ إبريل ٢٠٠٦. وما زالت الـ ١٠ ٪ هي المستخدمة إلى اليوم في سوق الأسهم السعودية.

ويُستثنى من ذلك سعر السهم خلال طرحه في اليوم الأول في السوق، حيث لا يوجد قيدٌ محدَّد لتذبذب أسـعاره ارتفاعاً أو انخفاضاً. وهذا هو المعمول به في السـوق منذ افتتاحها

رســميًا، ولم يقيد إلا لاحقاً. ففي ١٢ مايو ٢٠١٣، قيَّدت هيئة السوق المالية نسبةَ التذبذب لأســهم الشركات المدرجة في السوق المالية الســعودية خلال اليوم الأول من تداولها بحيث تكون ١٠٪ من سعر الاكتتاب صعوداً أو هبوطاً.

٢-٧. تغيير أيام وساعات التداول في السوق:

كانت فترات التداول في سوق الأسهم السعودية منذ نشأتها تُقسَّم إلى فترتين: صباحية، ومســائية. تبدأ الفترة الصباحية من الساعة العاشرة صباحاً حتى الثانية عشرة ظهراً، وتبدأ الفترة المســائية من الرابعة عصراً حتى السادســة مســاءً. وكانت الســوق تعمل ٦ أيام في الأســبوع، من الســبت إلى الخميس، ويقتصر تداول الخميس على ساعتين في الصباح فقط. وفي خِضمٍّ مراجعاتها لكثير من سياسات السوق بعد أزمة فبراير ٢٠٠٦، أعلنت هيئة السوق الماليــة إلغاء دوامَ الخميس، اعتباراً من يوم الخميس ٢٠٠٦/٦/١٥، واســتمرت فترة التداول لخمسة أيام على فترتين، من السبت إلى الأربعاء.

وفي ٢٠٠٦/٩/٢٦، أصــدر مجلــس إدارة هيئة الســوق المالية قراراً يقــضي بتعديل فترة التداول في السوق لتصبح فترةً واحدةً من الساعة الحادية عشرة صباحاً حتى الساعة الثالثة والنصف ظهراً من يوم الســبت حتى يوم الأربعاء من كل أســبوع، وتطبيق ذلك ابتداءً من بداية تداولات يـوم السبت الموافق ٢٨ أكتوبر عام ٢٠٠٦، ثم تغيرت أيام التداول لتكونَ من يوم الأحد إلى الخميس بعد قرار تغيير الإجازة الأسبوعية من الخميس والجمعة إلى الجمعة والسبت، ابتداءً من السبت ٢٩ يونيو ٢٠١٣. وما زال تداول الفترة الواحدة بنفس الساعات المذكورة مستمراً ومطبَّقاً إلى اليوم في سوق المال السعودية.

٢-٨. تغيير عمولة التداول في السوق:

منذ نشأة ســوق المال السعودية وعمولة التداول التي تتقاضاها البنوك السعودية على تنفيذ تداول الأســهم مرتفعة نســبياً، وتبلــغ ٢٥ ريالاً كحد أدنى، وبنســب عمولة مختلفة حسب حجم التداول، ثم قلَّصتها مؤسسة النقد فيما بعدُ إلى ١٥ ريالاً كحد أدنى لأي صفقة، ثم ١٥ ريالاً عن كل عشرة آلاف ريال. ويُستقطع من هذه العمولة نسبة ٥٪ لصالح الشركة السعودية لتسجيل الأسهم، وتحتفظ البنوك بالمتبقي وهو ٩٥ ٪.

وأمام المطالبات والشـكاوى بسـبب ارتفاع عمولة التداول التـي تتقاضاها البنوك، قرَّرت هيئة سوق المال تخفيض عمولة التداول بنسبة ٢٠ ٪، ابتداءً من تداولات يوم السبت ١٧ يونيو ٢٠٠٦. ونـصَّ قرار الهيئة على أن تكون عمولة التداول بعد تخفيضها ١٢ريالاً كحد أدنى، ومن ثَمَّ ١٢ ريالاً عن كل عشرة آلاف ريالٍ شراءً أو بيعاً. وتسـتقطع الهيئة نسـبة ١٥٪ من العمولة المُعلَنة لصالحها. وما زالت هذه العمولةُ هي المُعلَنة رسميًّا في سوق المال السعودية، رغم أنَّ بعض شركات السمسرة فيما بعدُ أصبحت تخفض العمولة لجلب عدد أكبر من المستثمرين.

٢-٩. السماح للمقيمين واتفاقية المبادلة:

لم يكن مسـموحاً للأجانب مـن غير مواطني دول مجلس التعاون الخليجي الاسـتثمارُ مباشرةً في سـوق الأسهم السـعودية، واقتصر السـماح لهم بطريقة غير مباشرة بالاستثمار من خلال الصناديق الاسـتثمارية فقط. إلا أنه وبعد انفجار فقاعة الأسـهم في أواخر فبراير ٢٠٠٦، وبأمـر مباشر من خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز رحمه الله، ومنذ بداية تداولات ٢٥ مارس ٢٠٠٦، سـمحت الهيئـة للأجانب المقيمين بصفة نظامية في المملكة بالاسـتثمار المباشر في سوق الأسـهم، وعدم قصر تداولاتهم على صناديق الاستثمار فقط كما كان سـابقاً. وفي ١٨ أغسطس ٢٠٠٨، أعلنت هيئة السوق المالية قرارَها بالسماح للمستثمرين الأجانب بدخول السوق المالية السعودية عن طريق ما يُعرف باتفاقية مبادلة الأسهم (Equity Swap Agreement).

وتقتضي الاتفاقية بقيام الطرف الأول (المسـتثمر الأجنبي) الراغب في الاسـتثمار وشراء أسهم شركة معينة في السوق السعودية بدفع مبلغ الاستثمار إلى طرف ثانٍ (شركات الوساطة المرخصة)، لتقوم الأخيرة بشراء الأسهم حسب طلب المستثمر الأجنبي، وتبقى الأسهم تحت اسم شركة الوساطة، التي يخوِّل لها النظام التملُّك والدخول في اتفاقيات مبادلة.

وفي نهاية الفترة المحددة للاستثمار، يقوم الطرف الثاني (شركة الوساطة) ببيع أسهم تلك الشركات وإعادة المبالغ المتحصل عليها مضافاً لها الربح أو مخصوماً منها الخسارة للمستثمر الأجنبي، ويجيز النظام للمسـتثمر الأجنبي تجديد الاتفاقية لفترات زمنية أخرى، كما يجيز له إنهاء الاتفاقية واستعادة أمواله قبل انتهاء الفترة الزمنية المحددة للاتفاقية[٤٤].

(٤٤) ينص نظام الهيئة على أن لا تتجاوز أي اتفاقية مبادلة مدة أربع سنوات من تاريخ توقيعها.

٢-١٠. معايير طَرْح الشركات في سوق تداول:

يتم طرح الشركات للاكتتاب في سوق المال السعودية بطريقة بسيطة وسهلة ومفتوحة، ويُتاح الاكتتاب الأوليّ عادةً لجميع المواطنين. ولكي يتمُّ طَرْح شركة ما في السوق السعودية، فالأمر لا يخلو من حالتين هما:

أولاهما: طرح شركات جديدة لم يسبق لها العمل في السوق، وتُؤسَّس هذه الشركات كشركات مساهمة بموافقة وزير التجارة والصناعة. ولكي تُطرح للاكتتاب العام فلا بد أن يكون رأس مالها ١٠ ملايين ريال فأكثر، وأن يتم تقسيم رأس المال إلى أسهم متساوية بقيمة ٥٠ ريالاً للسهم الواحد (عشرة ريالات بحسب التقسيم الجديد منذ ٢٠٠٨).

ثانيتهما: إذا كانت الشركة من الشركات العاملة في السوق وأرادت طرحَ أسهمها لاكتتاب العامة، فيضاف للشروط السابقة في الحالة الأولى ضرورة تحوُّل الشركة بدايةً إلى شركة مساهمة مغلقة بموافقة وزير التجارة والصناعة، ثم تسمح هيئة سوق المال لها بعد ذلك بتقديم أوراقها للاكتتاب في السوق، حيث تقوم الهيئة بمراجعة ربحيتها وقيمتها المثمنة بها وعدالة علاوة الإصدار (إن وُجدت). وتشترط الهيئة مُضي عامين على إنشاء الشركة كشركة مساهمة في السوق، وتحقيقها ربحية خلال هذين العامين، قبل أن تسمح لها بالاكتتاب العام في سوق الأوراق المالية.

ونظراً لكثرة الشكاوى من ارتفاع علاوات الإصدار لبعض الشركات وعدم عدالتها، لجأت الهيئة فيما بعدُ لإتاحة الفرصة لمجموعة من الشركات المالية المُرخصة من قِبل هيئة السوق المالية بالمشاركة في بناء سجل أوامر الاكتتاب «Book Building»، وذلك بالمزايدة على سعر سهم الشركة في حدود المدى السعري المُحدَّد مسبقاً، ويتمُّ الأخذ بالسعر الأكثر تغطية. وتُلزِم الهيئة الشركاتِ المزايدةَ بدفع قيمة الطلب كاملةً قبل معرفة عدد الأسهم التي ستُخصَّص لها في نهاية عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب؛ وذلك لضمان عدم مزايدتها صورياً لرفع قيمة السهم فقط. كما تشترط الهيئة وجودَ متعهد لتغطية اكتتاب أي شركة تُطرح في السوق المالية، بحيث يكون هذا المتعهد مسؤولاً عن تغطية كامل المبلغ المطلوب للاكتتاب إذا لم تتم تغطية الاكتتاب كاملاً أو جزئياً خلال فترة الطرح.

٢-١١. صناديق الاستثمار في المملكة:

بشكل عام، يوجد في المملكة اليوم ثلاثة أنواع من الصناديق، وهي:

١. صناديــق مُطابِقة للضوابط الشرعية، مع وجود هيئــة رقابة شرعية تتابع وتقرِّر عملها، وتســتثمر هذه الصناديق فقط في أسهم الشركات النقية بناءً على الضوابط المُحدَّدة من قِبل هيئة الرقابة الشرعية.

٢. صناديق مُطابِقة للضوابط الشرعية، دون وجود هيئة رقابة شرعية تشرف على الصندوق نفسه، وتستثمر هذه الصناديق في جميع الأسهم النقية والمختلطة.

٣. الصناديق التقليدية، وهي صناديق تستثمر في جميع أسهم الشركات المساهمة المتداولة في السوق السعودية دون التزام بالضوابط الشرعية.

الصناديق العاملة في السوق السعودي:

يعود تاريخ الصناديق الاســتثمارية في السعودية إلى أواخر السبعينيات الميلادية، حينما أنشــأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق اســتثماري باســم «صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل» في ديســمبر ١٩٧٩. ولم تصدر رغم ذلك قواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودية إلا في بداية عام ١٩٩٣. وكان الاستثمار في الصناديق التي تعمل في تداول الأسهم السعودية مقتصراً على المواطنين، ومواطني دول مجلس التعاون الخليجي فقط. وفي عام ١٩٩٧، صدر قرارٌ يسمح للمرة الأولى للأجانب بالاستثمار في سوق الأسهم السعودية عن طريق الصناديق الاســتثمارية المغلقة، وكانت النواةُ الأولى لهذا السماح هي إنشاء صندوق «سيف» المغلق للاستثمار، الذي أطلقه البنك السعودي الأمريكي[٤٥] في لندن في يونيو ١٩٩٧، بقيمة بلغت ٢٥٠ مليون دولار[٤٦]. وأما الاستثمار الأجنبي عن طريق صناديق الاستثمار المفتوحة فقد أعقب ذلك بعامين، حيث لم يُسمح به إلا في نوفمبر ١٩٩٩ (مجموعة بخيت الاستثمارية،٢٠٠٠).

ومنــذ بداية انطلاق عمل الصناديق الاســتثمارية بنوعيها المغلــق والمفتوح، وهي تتبع للبنوك الســعودية التي تطلقهــا وتديرها. وفي ٢٠٠٥، صدر قرارُ هيئة ســوق المال بتحوُّل إنشاء وإدارة هذه الصناديق إلى شركات الوساطة المُرخَّص لها من هيئة السوق المالية.

(٤٥) يُسمَّى اليوم بنك سامبا.

(٤٦) كان أداؤه سيئاً، وانخفض سعر سهمه إلى ٥,٣ دولارات في سبتمبر ٢٠٠٨ في مقابل عشرة دولارات عند تأسيسه.

وبشـــكل عام، يمكــن اعتبار العــام ١٩٩٢ هو عــام الصناديق الاســتثمارية العاملة في الســعودية، حيث شــهد هذا العامُ تأســيسَ عدد كبير من هذه الصناديق بلغ عددها ١٨ صندوقاً، كان نصيب بنك الرياض منها ١١ صندوقاً (مجموعة بخيت الاســتثمارية، ١٩٩٧). وبلغ عدد الصناديق الاســتثمارية التابعة للبنوك الســعودية بنهاية عام ١٩٩٢ ما قدره ٥٢ صندوقاً، يعمل منها ١٢ صندوقاً في الأسهم المحلية. وتنقسم الصناديق التي تعمل في سوق الأسهم السعودية بدورها إلى نوعين:

الأول: صناديق تتعامل مع جميع الأسهم السعودية وعددها خمسة، أُنشِئ أولها في سبتمبر ١٩٩٢ لدى البنك الأهلي التجاري.

الثاني: صناديق الاســتثمار ذات الصبغة الإســلامية وعددها ســتة، وهــي التي تتعامل في أسهم جميع الشركات المساهمة عدا البنوك، وأُسِّس أولها في يوليو ١٩٩٢ لدى شركة الراجحي المصرفية للاستثمار (مصرف الراجحي حالياً).

ويوضِّح الجدول رقم (٢-٢) عدداً من الصناديق التي أنشأتها البنوك السعودية للاستثمار في الأسهم المحلية في المملكة في عام ١٩٩٢.

جدول (٢-٢)

الصناديق الاستثمارية التي أُنشِئت في المملكة في عام ١٩٩٢

الصندوق	البنك	سنة التأسيس
صندوق الرياض للأسهم	الرياض	١٩٩٢
صندوق الرياض للأسهم ٢	الرياض	١٩٩٢
صندوق الأهلي للأسهم السعودية	الأهلي التجاري	١٩٩٢
صندوق المساهم	البنك السعودي الأمريكي	١٩٩٢
صندوق الأسهم السعودية	البنك السعودي البريطاني	١٩٩٢
صندوق السهم السعودي	البنك السعودي البريطاني	١٩٩٢
العربي للاستثمارات المحلية بالرياض	البنك العربي الوطني	١٩٩٢
صندوق المضاربة الشرعية بالأسهم	شركة الراجحي المصرفية للاستثمار	١٩٩٢

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودية، التقرير السنوي، ١٩٩٩م.

ويســتعرض الجدول رقم (٢-٣) تطوُّر نمو عدد صناديق الاستثمار التي تديرها المصارف التجارية السعودية بشــكل إجمالي، وحجم الاستثمارات فيها محلياً ودولياً خلال الفترة من ١٩٩٢ حتــى نهاية عــام ٢٠١٥. كما يُوضِّح الشــكل رقم (٢-٥) تطوُّر أعداد المشــتركين في الصناديق الاستثمارية خلال نفس الفترة المشار إليها.

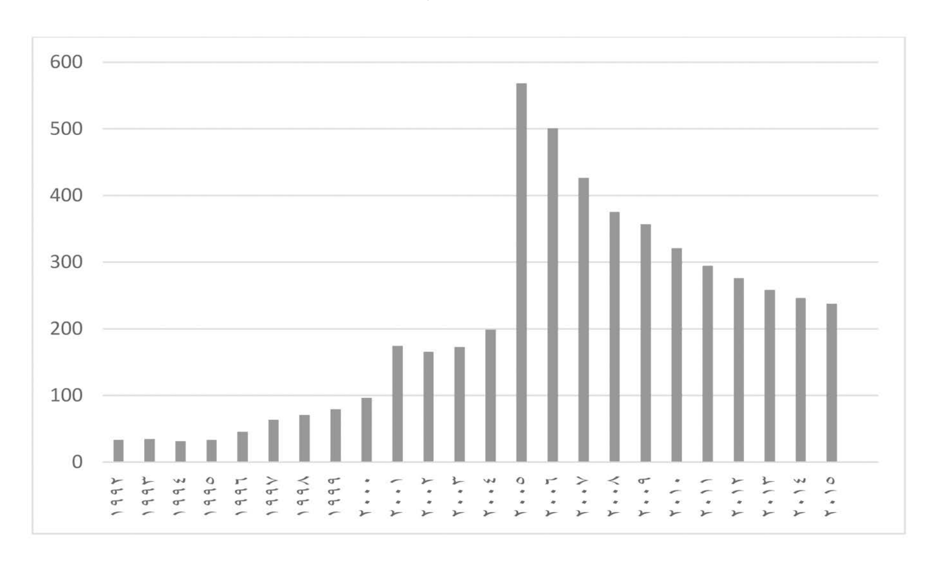
جدول (٢-٣)

ملخص تطوُّر الاستثمارات من خلال الصناديق الاستثمارية في المملكة خلال الفترة (١٩٩٢ - ٢٠١٥)

السنة	عدد الصناديق	حجم الاستثمارات المحلية (مليار ريال)	حجم الاستثمارات الخارجية (مليار ريال)	إجمالي الاستثمارات (مليار ريال)
١٩٩٢	٥٢	٥,٣	٧,١	١٢,٤
١٩٩٣	٦٠	٧,٤	٨,٤	١٥,٨
١٩٩٤	٦١	٥,٣	٦,٨	١٢,١
١٩٩٥	٧١	٥,٨	٧,٢	١٣
١٩٩٦	٧٨	٧,٢	٨	١٥,٢
١٩٩٧	٩٨	٩,٥	١٠,٧	٢٠,٢
١٩٩٨	١١٤	١٠,٣	١٤	٢٤,٣
١٩٩٩	١٣١	١٣,٥	٢١	٣٤,٥
٢٠٠٠	١٣٨	١٦,٦	٢٢	٣٨,٦
٢٠٠١	١٣٨	٣٠,٤	١٩,٦	٥٠
٢٠٠٢	١٤٣	٣٢,٨	١٥,٩	٤٨,٧
٢٠٠٣	١٧٠	٣٧,٢	١٦,٦	٥٣,٨
٢٠٠٤	١٨٨	٤٤,٥	١٥,٨	٦٠,٣
٢٠٠٥	١٩٩	١١٥,٦	٢١,٣	١٣٦,٩
٢٠٠٦	٢١٤	٦١,٣	٢٢,٧	٨٤
٢٠٠٧	٢٥٢	٧٩,٩	٢٥,٢	١٠٥,١
٢٠٠٨	٢٦٢	٦١,٢	١٣,٦	٧٤,٨

السنة	عدد الصناديق	حجم الاستثمارات المحلية (مليار ريال)	حجم الاستثمارات الخارجية (مليار ريال)	إجمالي الاستثمارات (مليار ريال)
٢٠٠٩	٢٤٤	٧٤,١	١٥,٤	٨٩,٥
٢٠١٠	٢٤٣	٧٤,٤	٢٠,٣	٩٤,٧
٢٠١١	٢٤٩	٦٤,٥	١٧,٧	٨٢,٢
٢٠١٢	٢٤٠	٦٩,٨	١٨,٣	٨٨,١
٢٠١٣	٢٣٦	٨١,٩	٢١,٣	١٠٣,٢
٢٠١٤	٢٥٢	٨١,٩	٢٨,٨	١١٠,٧
٢٠١٥	٢٧٠	٧٦	٢٧	١٠٢,٩

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، ٢٠١٥م.



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، ٢٠١٥.

شكل (٢-٥): تطوُّر أعداد المشتركين في صناديق الاستثمار في المملكة (ألف مشترك)

ومن الجدول والشكل البياني الموضحين أعلاه، يمكن ملاحظة بعض النقاط كما يلي:

أولاً: قلة الإقبال على الاستثمار في الصناديق الاستثمارية في المملكة بشكل عام، حيث يُلاحظ

من الأرقام أنه منذ نشأة الصناديق الاستثمارية بشكل كبير في عام ١٩٩٢ حتى عام ٢٠٠٠ لم يزد عدد المشتركين فيها عن ١٠٠ ألف شخص على الرغم من التطوُّر والنمو السنوي.

ثانياً: أنَّ الاستثمار في الصناديق التي تعمل في السوق المحلية - وغالبيتها في الأسهم - لم تجتذب أموالاً كبيرة، وظلت خلال الفترة ١٩٩٢ إلى عام ٢٠٠٠ أقلَّ، مقارنةً بحجم الأموال المدفوعة للاستثمار في الصناديق التي تستثمر في الأسواق العالمية. وهذا يُوضِّح عدمَ جاذبية سوق الأسهم السعودية قبل عام ٢٠٠٠ بشكل عام، وبالتالي انعكاس ذلك على قلة المدخرات المدفوعة لصناديق الاستثمار العاملة في السوق المحلية.

ثالثاً: يُلاحظ انعكاس وتبادل للمراكز بين حجم الاستثمار في الصناديق العاملة في السوقين المحلية والعالمية خلال فترة طفرة الأسهم بدايةً من العام ٢٠٠١، حيث يُلاحظ زيادة الأموال المدفوعة للاستثمار في الصناديق التي تستثمر داخلياً بنسب فاقت الضعف والضعفين مقارنة بما تمَّ دفعه للصناديق التي تستثمر في الأسواق الخارجية.

رابعاً: شهد العام ٢٠٠٥ تحديداً (وهو قمة طفرة سوق الأسهم السعودية) تضاعُفَ الأرقام بشكل ضخم جداً، حيث زادت الأموال المدفوعة للاستثمار في الصناديق التي تستثمر داخلياً، وبلغ مجموع هذه الأموال ١١٥,٦ مليار ريال، وهو نمو ضخم مقارنةً مع العام السابق له ٢٠٠٤، حيث لم تزد الأموال المستثمرة في الصناديق التي تعمل في السوق المحلية عن ٤٤,٥ مليار ريال.

خامساً: من ناحية عدد المستثمرين في الصناديق، يُلاحظ أنَّ نمو أعدادهم كان يسير بشكل بطيء ومستقر خلال الأعوام ١٩٩٢ حتى ٢٠٠٠، ثم تضاعفت الأعداد بدايةً من العام ٢٠٠١، وشهد العدد بدوره أيضاً قفزةً ضخمة في ٢٠٠٥ إلى ما يزيد عن نصف مليون مستثمر، ثم بدأ التناقص التدريجي في الأعداد بعد ذلك، أي بعد انفجار فقاعة السوق، وهذا يمكن مشاهدته في الشكل البياني رقم (٢-٥) بشكل واضح.

سادساً: كانت الأفضلية والزيادة في صناديق الاستثمار للصناديق المفتوحة في مقابل تناقُص صناديق الاستثمار المغلقة؛ فعلى سبيل المثال، بلغ عدد الصناديق المفتوحة ٨١ صندوقاً في مقابل صندوقين مغلقين في ١٩٩٦. وبلغ العدد ١٣٦ صندوقاً مفتوحاً مقابل صندوقين مغلقين في عام ٢٠٠٠، و٢٣٥ صندوقاً مفتوحاً مقابل ٩ صناديق مغلقة في عام ٢٠٠٩.

وأخــيراً، كان العــدد ٢٣٣ صندوقاً مفتوحاً مقابل ١٠ صناديــق مغلقة بنهاية عام ٢٠١٠ (مجموعة بخيت الاستثمارية، ٢٠١١).

ســابعاً: وأخــيراً، على الرغــم من تطوُّر ونمو عمــل صناديق الاســتثمار في المملكة، وكذلك زيادة المســتثمرين من خلالها في سوق الأسهم المحلية؛ إلا أنَّ حجم ونسبة الاستثمار في الصناديق بقيت صغيرة جدًّا، وغير مؤثرة في حجم السوق الإجمالي للتداول والاستثمار في الأسهم المحلية. وعلى سبيل المثال، خلال شهر يناير ٢٠٠٨ لم تتجاوز نسبة كمية الأسهم المتداولة في الصناديق الاســتثمارية ٠,٨٪ في مقابل ٩٤٪ للكميات التي يتداولها الأفراد، و٢,٥ ٪ نســبة الكميات التي تداولتها الشركات الاســتثمارية بطريقة مباشرة في السوق. كما لم تتجاوز قيمة الأســهم المتداولة في الصناديق بالريال السعودي ما نسبته ١,٤٪، في مقابل ٩٢,٦٪ قيمة الأســهم التي يتداولها الأفراد، و٢,٨ ٪ قيمة للأســهم التي بِيعت من خلال شركات الاستثمار بطريقة مباشرة في السوق[٤٧].

٢-١٢. سوق السندات والصكوك في المملكة:

الواقع أن تداول السندات (وليس الصكوك) ليس بالأمر الجديد في سوق المملكة العربية الســعودية، حيث بدأ إصدار أول الســندات الحكومية في ١١ يونيو ١٩٨٨، حينما أصدرت وزارة الماليــة في المملكة ســندات سُــمِّيت بســندات التنمية الحكوميــة «Government development bonds»، وهي ســندات تُســتخدم لتمويل مشاريع التنمية في المملكة[٤٨]، ولكن كان يتمُّ طرحها وتداولها بطريقة غير منظَّمة، وذلك من خلال بعض البنوك والمؤسسات المالية والصناديق الاستثمارية، ومن خلال التعاملات الخاصة أو ما يُعرف بالعرض على الرف «Out of counter»، وكان يُســمح للمســتثمرين الأجانب بشراء السندات الحكومية عن طريق البنوك أو الصناديق الاستثمارية.

ويُوضِّح الجدول رقم (٢-٤) حجمَ الســندات المتداولة في السوق السعودية خلال الفترة من ١٩٨٨ حتى ١٩٩٦ بالمليون دولار.

---

(٤٧) بدأت تداول في حساب التداول حسب الجنسية ونوع الاستثمار (فردي، شركة، صناديق استثمار) بدايةً من يناير ٢٠٠٨.

(٤٨) تتراوح فترة استحقاق هذه السندات بين عامين إلى عشرة أعوام.

جدول (٢-٤)

حجم السندات التي تمَّ إصدارها في المملكة خلال الفترة ١٩٨٨-١٩٩٦ (مليون دولار)

العام	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦
حجم السندات المتداولة	٨,٠٠٠	١٨,٩٠٧	٢٩,٥٧٣	٤٣,٥٧٣	٤٤,٨٠٠	٤٦,٢٤٠	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠

المصدر: Azzam, 1997

ولكن قبل افتتاح السوق الرسمي للسندات والصكوك في المملكة لم يكن سوق السندات والصكوك منظماً ولا مســتمراً، حيث علقت الحكومة مُمثَّلة في وزارة المالية إصدار سندات التنمية الحكومية؛ نظراً للفوائض الكبيرة التي بدأت تُحقِّقها ميزانية الحكومة نتيجة ارتفاع أسعار النفط بدءاً من عام ٢٠٠٠ وما بعدها.

تداول السندات والصكوك رسميًّا في المملكة:

انطلق تداوُل الصكوك والسندات رسميًّا في سوق المال السعودية يوم السبت ٢٠٠٩/٦/١٣ عبرَ موقع «تداول» الإلكتروني، وتمَّ تحديد ســاعات التداول في ســوق الصكوك والســندات يومياً من الســاعة ١١:٣٠ صباحاً وحتى الســاعة ٣:٠٠ بعد الظهر، ويتمُّ خلال هذه الفترة قبول وتنفيذ الأوامر على الصكوك والســندات المدرَجة في الســوق، وتتمُّ تسوية العمليات بعــد يومــين من تاريخ التنفيــذ T+2. وحُدِّدت نسبة التغير في ســعر الصك أو الســند بـ ٠,٠٠١٪، وتُركت نسبة التذبذب مفتوحةً دون حد أدنى أو أعلى.

ويُوضِّح الجدول رقم (٢-٥) الســندات والصكوك المدرَجة في تداول منذ انطلاقة ســوق السندات والصكوك في منتصف ٢٠٠٩ حتى نهاية عام ٢٠١٥.

جدول (٢-٥)

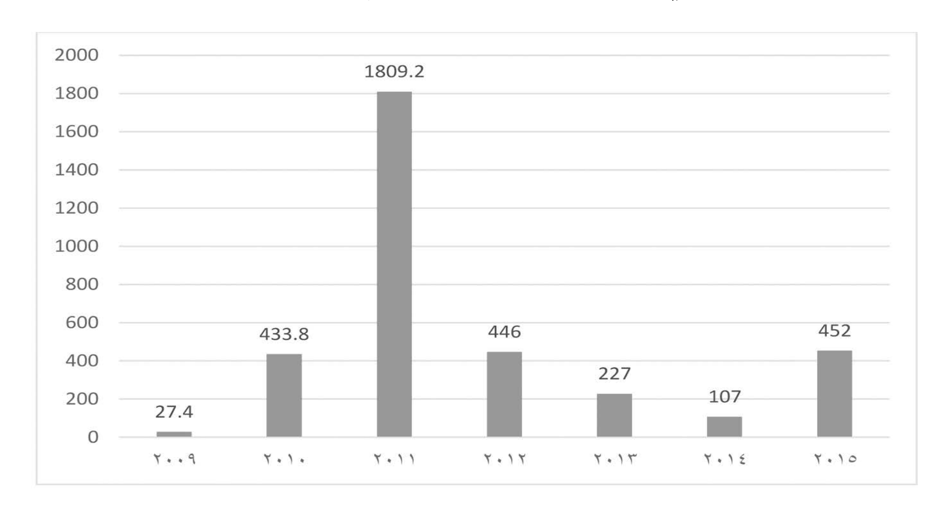
السندات والصكوك المتداولة في سوق المال السعودية خلال الفترة (٢٠٠٩ - ٢٠١٥)

السند / الصك		حجم الإصدار (مليار ريال)	القيمة الاسمية (ألف ريال)	تاريخ الانتهاء	العائد السنوي
السندات والصكوك المتداولة ٢٠٠٩	سابك١	٣	٥٠	١٥يوليو ٢٠٢٦	سايبور + ٠,٤٠٪
	سابك٢	٨	١٠	١٥يوليو ٢٠٢٧	سايبور + ٠,٣٨٪
	سابك ٣	٥	١٠	١٥ مايو ٢٠٢٨	سايبور + ٠,٤٨٪
	كهرباء السعودية	٥	٥٠٠	١٥يوليو ٢٠٢٧	سايبور + ٠,٤٥٪
	كهرباء السعودية٢*	٧	١٠٠	٦ يوليو ٢٠٢٩	سايبور + ١,٦٪
السندات والصكوك المتداولة ٢٠١٠	كهرباء السعودية٣	٧	١٠	١٠ مايو ٢٠٣٠	سايبور + ٠,٩٥٪
	صكوك الهولندي٢	٠,٧٢٥	١٠٠	٣١ ديسمبر ٢٠١٩	سايبور + نسبة ربح (١٩٠ نقطة أساس)
السندات والصكوك المتداولة ٢٠١١	صكوك سبكيم	١,٨	١٠٠	٦ يوليو ٢٠١٦	سايبور + ٠,٤٥٪
	صكوك أرامكو توتال العربية للخدمات (ساتورب)	٣,٧٤٩	١٠٠	٢٠ ديسمبر ٢٠٢٥	سايبور + ٠,٩٥٪
السندات والصكوك المتداولة ٢٠١٢	٠				
السندات والصكوك المتداولة ٢٠١٣	صكوك أوركس السعودية**	٠,٢٤٠	١٠٠	٢٦ ديسمبر ٢٠١٥	٣ أشهر سايبور+١,٦٥٪
	صكوك صدارة	٧,٥	٥٠	١٥ ديسمبر ٢٠٢٨	٦ أشهر سايبور+ ٠,٩٥٪

السند / الصك		حجم الإصدار (مليار ريال)	القيمة الاسمية (ألف ريال)	تاريخ الانتهاء	العائد السنوي
السندات والصكوك المتداولة ٢٠١٤	كهرباء السعودية ٤	٤,٥	١٠٠	٣٠ يناير ٢٠٢٤	٣ أشهر سايبور +٠,٧٪
السندات والصكوك المتداولة ٢٠١٥	صكوك البحري	٣,٩	١٠٠	٣٠ يوليو ٢٠٢٢	٦ أشهر سايبور +٠,٨٠٪

*تمَّ إلغاء إدراجها في ٦ يوليو ٢٠١٤. **تمَّ تسويتها وإلغاء تداولاتها في ٢٠١٥/١٢/٢٤.

وما يُلاحظ من الجدول السابق أن تداولات سوق الصكوك والسندات ضعيفة للغاية، ويوضِّح الشكل البياني رقم (٢-٦) حجم رأس المال المتداول في الصكوك والسندات في المملكة منذ افتتاح السوق الرسمي لها في ٢٠٠٩ حتى نهاية عام ٢٠١٥.



المصدر: تقارير تداول، ٢٠٠٩ حتى ٢٠١٥.

شكل (٢-٦): حجم التداولات في سوق الصكوك والسندات (مليون ريال)

ومن الشــكل يتضح أن إجمالي المبالغ التي تمَّ تداولها في السندات والصكوك خلال سبع سـنوات (منذ افتتاحها حتى نهايـة عام ٢٠١٥) لم يتجاوز ٣,٥ مليـارات ريال، وهو معدل تداول ضعيف لا يصل إلى حجم تداولات يوم واحد في سـوق الأسـهم. وقد يعود سـبب ضعف التداول على السندات والصكوك إلى ارتفاع أسعارها مقارنةً بالأسهم، وعدم مناسبتها للمتداولين ذوي المحافظ الصغيرة والمتوسـطة، إضافـةً إلى ارتفاع تكلفة التداول فيها والتي تسـاوي ١ في الألف من قيمة العملية، وبحد أدنى ٥٠٠ ريـال، وهو مبلغ ليس باليسير إذا أخذنـا في الاعتبـار محدودية الفائدة (الكوبون) المعطاة على السـند بصفته إحدى أدوات المديونية التي تُوصف بعديمة المخاطرة «Risk free».

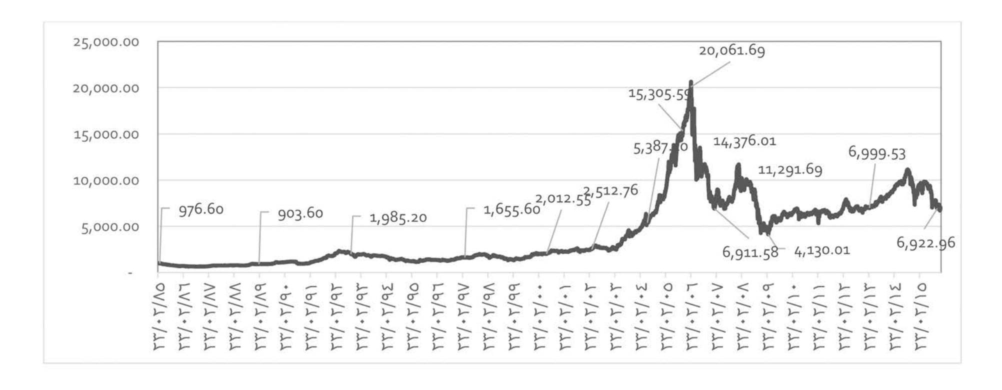
الفصل الثالث

أداء سوق المال السعودية: نظرة تحليلية

٣-١. تمهيد:

مرَّت ســوق الأســهم الســعودية منذ افتتاحها في ١٩٨٥ حتى نهاية ٢٠١٥ بعدة مراحل وتغــيرات هيكلية ســواء في مؤشراتها أو رؤوس الأموال المســتثمرة فيهــا أو عدد الشركات المدرَجة فيها، وكذلك عدد المتعاملين، إضافةً إلى التغيير والتطوير المستمر في أنظمتها وآليات عملها وتغيير توقيت تداولاتها ورســوم عمليات التداول فيها خلال هذا التاريخ الذي يربو على ثلاثين عاماً ونيف[٤٩].

ويوضِّح الشــكل رقم (٣-١) أداء ســوق الأسهم في المملكة العربية السعودية من خلال مؤشرها الرئيسي (تاسي) منذ اليوم الأول لافتتاح السوق رسميًّا حتى نهاية عام ٢٠١٥. ونظراً لكثرة التغيرات والتنظيمات وأحجام التداولات التي شهدتها السوق خلال الفترة المشار إليها، فسيتم تقسيم السوق إلى ثلاث فترات أو مراحل بحسب التغيرات التي طرأت على مؤشراتها وأدائها، كما يلي:



شكل (٣-١): أداء مؤشر تاسي خلال الفترة من ١٩٨٥ حتى نهاية عام ٢٠١٥

(٤٩) ملاحظة: كل الأشكال البيانية والجداول التي لم يُشر لمصدرها في هذا الفصل من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات إغلاق السوق اليومية للفترة ١٩٨٥- ٢٠١٥، وعلى التقارير السنوية لمؤسسة النقد وشركة تداول.

المرحلة الأولى: وهي مرحلة الافتتاح والنمو المســتقر، واســتغرقت نحــو ١٥ عاماً، أي منذ افتتاح السوق رسميًّا وحتى نهاية عام ٢٠٠٠.

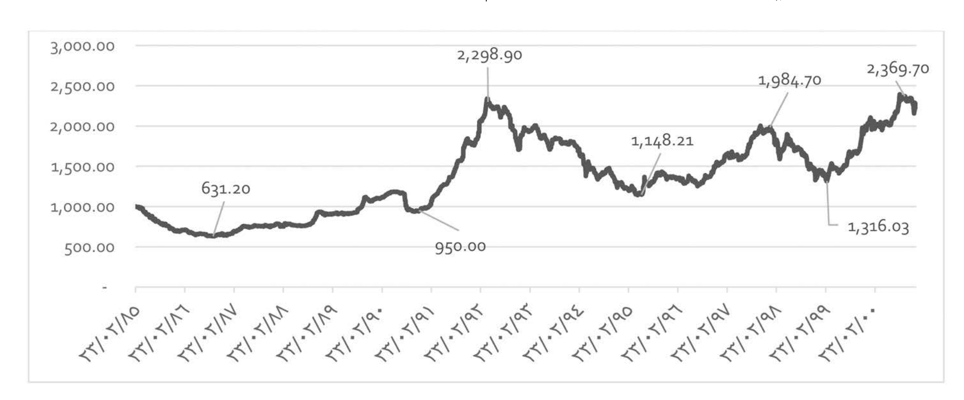
المرحلة الثانية: وهي مرحلة النمو الكبير للسوق، بدايةً من ٢٠٠١ حتى نهاية ٢٠٠٦ (عام الفقاعة).

المرحلة الثالثة: مرحلة التذبذب الكبير في مؤشرات السوق بدايةً ٢٠٠٧ حتى نهاية ٢٠١٥.

وفيما يلي عرضٌ وتحليل ووصف شامل لكل مرحلة من المراحل الثلاث.

٣-٢. المرحلة الأولى: تحليل أداء الســوق من خلال مؤشــراتها الرئيســية منذ افتتاحها حتى نهاية عام ٢٠٠٠:

بحســب ما تــمَّ توضيحه في الفصل الســابق (الفصل الثاني)، انطلقت ســوق الأســهم الســعودية في أواخر فبراير ١٩٨٥ بأربعة قطاعات، وشركات بلغ عددها ٤٨ شركة مساهمة، وتم إعطاء المؤشر العام للسوق «NCFEI»[(٥٠)] وزناً نسبياً بحسب كل قطاع، ليبدأ عند ١٠٠ نقطة (أصبحــت ١٠٠٠ نقطة فيما بعدُ، حيث تمَّ تعديلها في عام ١٩٩٩ (الحويماني،٢٠٠٦). وســيكون الحديــث والتحليل في هذا الفصــل باعتبار الوزن النســبي المُحدَّث، وهو ١٠٠٠ نقطــة). ويُوضِّح الشــكل رقم (٣-٢) أداء المؤشر العام للســوق خــلال المرحلة الأولى منذ انطلاقة السوق في يومه الأول حتى نهاية عام ٢٠٠٠.



شكل (٣-٢): أداء السوق من خلال المؤشر العام خلال المرحلة الأولى

(٥٠) ذكرنا في هامش ٢٩ في الفصل السابق أنه تمَّ تغيير الاسم إلى «تداول» في أكتوبر ٢٠٠١ بعد استبدال نظام ESIS، بنظام تداول الإلكتروني.

٣-٢-١. أداء السوق خلال الفترة من عام ١٩٨٥ حتى نهاية عام ١٩٩٠:

وكما يتضح من حركة المؤشر في الرســم البياني السابق، فقد انطلق المؤشر في يومه الأول في أواخــر فبراير ١٩٨٥ عنــد ١٠٠٠ نقطة، ولكنه سرعان ما تراجع بشــكل كبير وخسر أكثر من ٣٠٠ نقطة لينهي العام عند ٦٩٠ نقطة فقط. واســتمر انخفاض المؤشر أيضاً وإنْ كان بشكل أقل حدةً في ١٩٨٦ لينهي العام عند ٦٤٠,٦ نقطة فقط، وشهد سبتمبر من عام ١٩٨٦ تســجيلَ المؤشر لأدنى مســتوياته في تاريخه حينما فقَد ٣٧٪ من قيمته يوم الافتتاح، وسجَّل ٦٣٠,٤ نقطة فقط (Al-Twaijry, 2007).

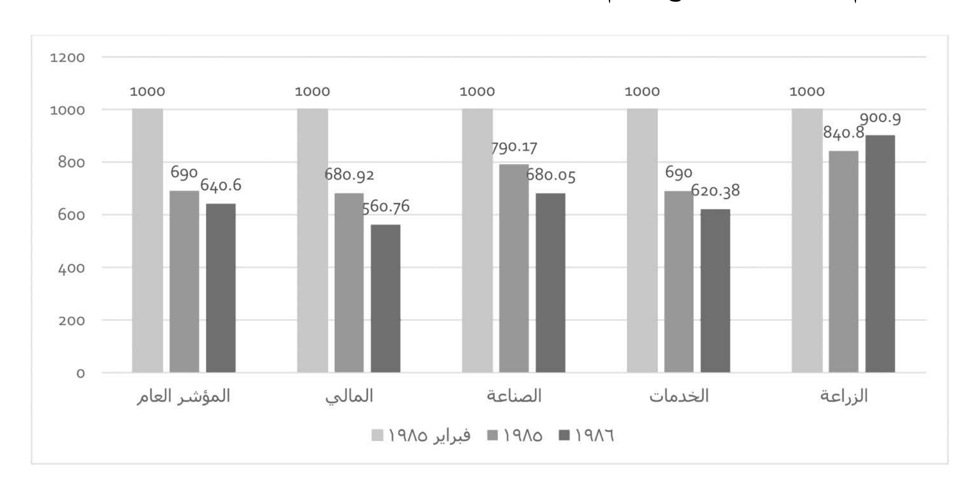
ويُعــزى تراجــع المؤشر خلال عامــي ١٩٨٥ و١٩٨٦ لتراجع إيــرادات الحكومة وتناقص معدلات الإنفاق العام؛ وهو ما أســهم بالضغط على أســعار الســوق لتتراجع، كما أسهم في حــدوث هذا التراجع قلة المنافذ للســوق التي اقتصرت على ١٢ بنــكاً تجارياً، وعدم جذب الســوق في بداياتها للمواطنــين لدخولها نتيجة عدم المعرفة وقلة الخــبرة، واقتصر التداول تقريباً على الأقلية الصغيرة التي كانت تتعامل وتتاجر في الأسهم قبل أن يُتعامل بها بطريقة رسمية قبل افتتاح السوق.

وفيــما يتعلق بالمؤشرات القطاعية الفرعية الأربعة فهي ليســت بعيــدةً عن أداء المؤشر الرئيــسي، فمــؤشر القطاع المالي أُنهِي عامَ ١٩٨٥ عند ٦٨٠,٩٢ نقطــة، فاقداً ما يزيد عن ٣٠٠ نقطة من يوم انطلاقته رســميًّا (أُعطِي وزناً نســبياً قدره ١٠٠٠ نقطة عند الافتتاح)، وواصل أيضاً انخفاضه التدريجي المستمر في ١٩٨٦، حيث أُنهِي في هذا العام عند ٥٦٠,٧٦ نقطة فقط.

ولم يكن مؤشر الصناعة بأحسن حالاً، فقد سار في الاتجاه نفسه وخسر في عامه الأول ما يزيــد عن ٢٠٠ نقطــة مغلقاً عند ٧٩٠,١٧ نقطة، وواصل انخفاضه في عام ١٩٨٦ مقفلاً عند ٦٨٠,٠٥ نقطة. وما قيل عن ســبب انخفاض المؤشر العام يمكن تكراره على انخفاض مؤشر الصناعة الذي تأثَّر بشــكل كبير بانخفاض الإنفــاق الحكومي نتيجة انخفاض عوائد النفط. كــما أن مؤشر الخدمات والمرافق انخفض أيضاً بشــكل كبير خــلال العامين الأولين للتداول الرســمي، فأُغلق بنهايــة ١٩٨٥ عند ٦٩٠ نقطة، وبنهاية عــام ١٩٨٦ أُغلق بانخفاض إضافي أيضاً عند ٦٢٠,٣٨ نقطة.

واختلف أداء مؤشر القطاع الزراعي قليلاً عن بقية المؤشرات القطاعية، فانخفض بنهاية ١٩٨٥ مغلقاً عند ٨٤٠,٨ نقطة ولكنه عاوَدَ الارتفاع في عام ١٩٨٦ ليُغلق خلال هذا العام على ٩٠٠,٩ نقطة، ويُعزى سبب هذا التغير إلى طفرة الزراعة التي شهدتها المملكة العربية السعودية خلال عقد الثمانينيات حتى منتصف التسعينيات، حيث لعبت القروض الكبيرة للبنك الزراعي دوراً كبيراً في انتعاش الزراعة في المملكة.

ويُوضِّح الشكل رقم (٣-٣) أداءَ المؤشر العام والمؤشرات القطاعية الفرعية منذ انطلاقة السوق وخلال العامين الأولين من التداول (الإغلاق السنوي لعامي ١٩٨٥ و١٩٨٦)، ويتضح من الشكل أنَّ القطاع الزراعي فقط كان مختلفاً في أدائه عن بقية المؤشرات التي سجَّلت انخفاضات بنهاية عام ١٩٨٥ مقارنةً بالوزن النسبي الذي بدأت به يوم الافتتاح، وكذلك بنهاية عام ١٩٨٦ مقارنةً مع العام السابق له.



المصدر: Azzam, 1997

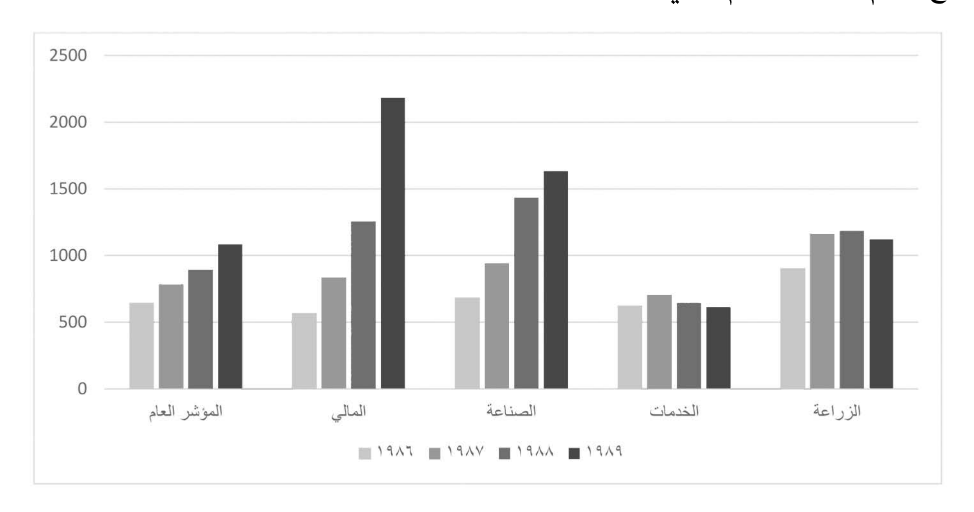
شكل (٣-٣): أداء السوق خلال العامين الأولين للتداول الرسمي في سوق الأسهم

في عام ١٩٨٧، ورغم الأزمة الكبيرة التي ضربت الأسهم العالمية وبدأت بما يُعرف بالإثنين الأسود[٥١] إلا أنها لم تصل إلى السوق السعودية ولم تؤثِّر فيها بشكل ملحوظ، بل إنَّ أداء السوق السعودية في ذلك العام كان جيداً، حيث ارتفع المؤشر العام مغلقاً عند ٧٨٠,٠٦ نقطة،

(٥١) بدأت أزمة ١٩٨٧ يوم الإثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧، حينما فقد مؤشر داو جونز الصناعي ٥٠٨ نقاط في ذلك اليوم.

وارتفع كذلك مؤشر البنوك (المالي) ليغلق عند ٨٣٠,٨٣ نقطة، وارتفع مؤشر القطاع الصناعي ليغلق بنهاية العام عند ٩٤٠,١٥ نقطة، وارتفع قطاع الخدمات أيضاً مقارنة بإغلاقه في ١٩٨٦ وأُنهِــي العام عند ٧٠٠,٤٣ نقطة، وتجاوز قطاع الزراعــة الألف نقطة لأول مرة في تاريخه، مُسجِّلاً ١١٦٠,١٨ نقطة بنهاية ١٩٨٧. ويعود السبب لارتفاع مؤشرات الأسهم لعودة بعض الأموال المهاجرة التي فضَّلت العودة للمملكة بعد انهيار فقاعة الأســهم العالمية في أكتوبر ١٩٨٧. وواصل أداء السوق ارتفاعه خلال عامي ١٩٨٨ و١٩٨٩ مدعوماً بعودة بعض الأموال المهاجرة، وزيادة الإنفاق الحكومي، وتنامي رغبة الجمهور في الاستثمار في الأسهم بدليل أن كل الاكتتابات التي طُرحت في ١٩٨٨ تمَّت تغطيتها في فترة وجيزة (الدخيل، ٢٠١٠).

ويُوضِّح الشكل رقم (٣-٤) تحسُّن مؤشرات السوق خلال العامين ١٩٨٨ و١٩٨٩ بالمقارنة مع العام ١٩٨٧ والعام الذي سبقه (١٩٨٦).



شكل (٣-٤): مقارنة أداء السوق خلال الفترة من ١٩٨٦ حتى نهاية ١٩٨٩

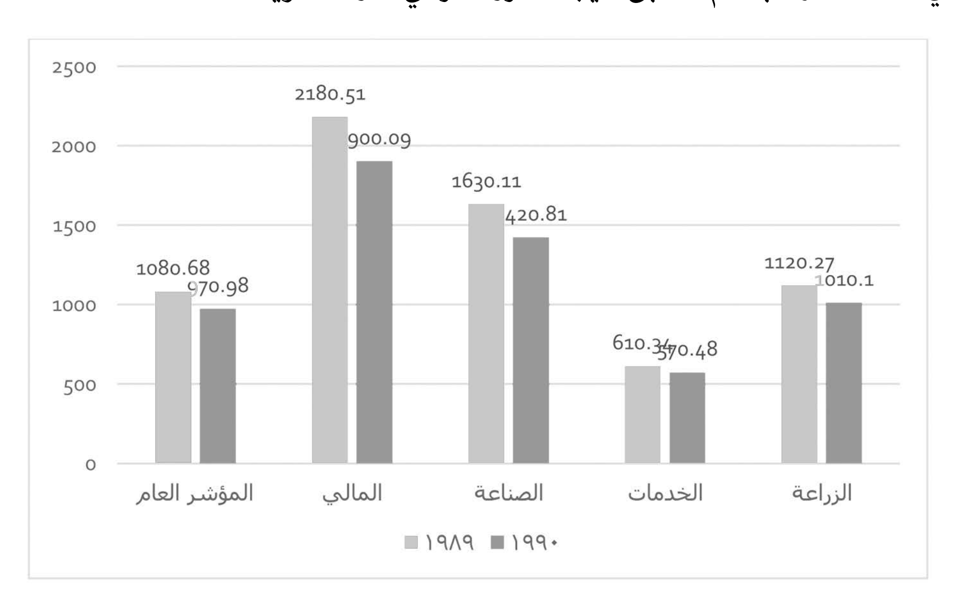
وكما يتضح من الشكل البياني السابق، فقد تجاوز مؤشر البنوك ٢٠٠٠ نقطة لأول مرة في تاريخــه مدعوماً بعودة رؤوس الأموال من الخارج، وزيادة الإنفاق الحكومي على الاقتصاد مع التحسُّن الملحوظ الذي طرأ على أسعار النفط خلال العامين ١٩٨٧ و١٩٨٨، إضافةً لطرح شركة الراجحي المصرفية للاســتثمار[٥٢] للاكتتاب العام في مايو ١٩٨٨، وهو الطرح الذي تمت

(٥٢) تغيَّر اسمُها إلى مصرف الراجحي حالياً.

تغطيته بمعدل ٧,٧ مرات فوق حجم الأموال المطلوبة للاكتتاب، وهو ما يعتبر رقماً قياسياً سجلته السوق ذلك العام، حيث كانت أكبر تغطية قبل ذلك لشركة القصيم للتنمية الزراعية في عام ١٩٨٤، وتمت تغطية الاكتتاب بمعدل ٤,٤ مرات.

وعلى الرغم من أنَّ مؤشر الأسهم العام واصَلَ ارتفاعه مُحقِّقاً نمواً بلغ ٨٨٪ من أقل مستوى وصَل إليه (في ١٩٨٦) خلال شهر يونيو ١٩٩٠، إلا أنَّ المؤشر العام وبقية المؤشرات سرعان ما انخفضت نتيجة غزو العراق لدولة الكويت في بداية أغسطس ١٩٩٠. وأُقفلت المؤشرات في العام ١٩٩٠ على انخفاض متوسط مقارنةً بإغلاق ١٩٨٩.

ويوضِّح الشكل رقم (٣-٥) حجمَ انخفاض المؤشرات (المؤشر العام والمؤشرات الفرعية) في ١٩٩٠ مقارنةً بالعام السابق نتيجة الغزو العراقي لدولة الكويت.



شكل (٣-٥): مقارنة مؤشرات السوق خلال العامين ١٩٨٩ و١٩٩٠

فيما يلخص الشكل رقم (٣-٦) أداءَ المؤشر العام للأعوام ١٨٨٥-٨٦-٨٧-٨٨-٨٩-٩٠.

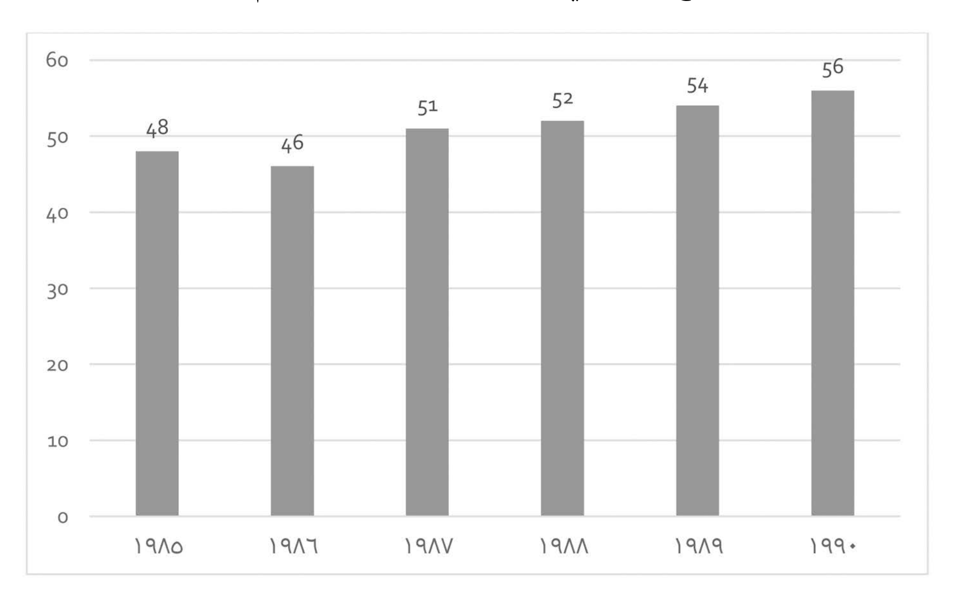


شكل (٣-٦): أداء المؤشر العام خلال الفترة ١٩٨٥ حتى نهاية عام ١٩٩٠

والملاحظ بمراجعة الأرقام أنه طوال السنوات الست الأولى من افتتاح السوق كانت التداولات ضعيفةً جداً سواء من حيث عدد الصفقات أو من ناحية عدد الأسهم المتداولة، وللمثال: لم يتجاوز متوسط عدد الصفقات في يوم التداول الواحد ٤٢٧ صفقة في عام ١٩٨٩، وانخفض المتوسط إلى ٣٢٩ صفقةً في يوم التداول الواحد في عام ١٩٩٠. وكذلك لم يزد عدد الأسهم المتداولة في اليوم الواحد في المتوسط عن ٦٧٣٥٦ سهماً في عام ١٩٨٩، وانخفض المتوسط كذلك في عام ١٩٩٠ حيث لم يتجاوز متوسط عدد الأسهم المتداولة في اليوم الواحد ٦٢٠٧٤ سهماً. وهذه التداولات الضعيفة خلال السنوات الست الأولى لافتتاح السوق رسمياً جعلت معدل التداول «Turnover ratio» لا يزيد عن ١٪ في ١٩٨٦، و٢٪ في عام ١٩٨٧، و٤٪ في عام ١٩٨٩، و٥٪ فقط في ١٩٩٠ (Alkholifey, 2000).

كما يُعزى سببُ ضعف التداول إلى امتلاك صناديق حكومية مثل صندوق الاستثمارات العامة، وصناديق شبه حكومية مثل صندوق مؤسسة التقاعد وصندوق التأمينات الاجتماعية، لعدد يفوق ٥٠٪ من الأسهم المطروحة في السوق، وهذه الصناديق لا تتداول الأسهم؛ وهو ما جعل نصفَ السوق تقريباً مُعطَّلاً عن التداول.

ونتيجــة ضعف التداولات الذي أشرنــا إليه، فقد كان طرحُ الشركات في الســوق ضئيلاً للغاية، فكما يتضح من الشكل رقم (٣-٧) لم يزد عدد الشركات المطروحة للتداول العام عن ٨ شركات بين بداية افتتاح السوق في أوائل ١٩٨٥ حتى نهاية العام ١٩٩٠.



شكل (٣-٧): مقارنة عدد الشركات المدرَجة في السوق خلال الفترة ١٩٨٥ حتى نهاية عام ١٩٩٠

٣-٢-٢. أداء السوق خلال الفترة من بداية عام ١٩٩١ حتى نهاية عام ١٩٩٥:

تشغيلياً، تمَّ في النصف الثاني من عام ١٩٩٠ ميكنة تداول الأسهم عن طريق النظام الآلي للتداول (ESIS)، وهو نظامٌ يربط ما يفوق ٥٠٠ فرع من فروع البنوك المختلفة في المملكة بإدارة البنك الرئيســية التي يتبعها الفرع، وترتبط الإدارة الرئيســية للبنك بدورها بمؤسسة النقد. ولا شــك أنَّ استبدال نظام SSRC بنظام ESIS حسَّــن كثيراً من الكفاءة التشغيلية لســوق الأســهم، وســمح بتنفيذ عدد أكبر من الصفقات ونَقْلها من ملكية البائع إلى ملكية المشتري في نفس اليوم (T+0)؛ وهو ما انعكس بالتحسُّن على أداء مؤشرات السوق، وكذلك على معدل تداولات الأسهم «Turn-over ratio». ويوضِّح الشكل رقم (٣-٨) إغلاق مؤشر الأسهم العام للأعوام خلال الفترة من ١٩٩١ حتى نهاية ١٩٩٥.



شكل (٣-٨): إغلاق المؤشر العام خلال الفترة ١٩٩١ حتى نهاية عام ١٩٩٥

وكما يتضح من الشكل السابق، فقد ارتفع المؤشر العام من نحو ١٠٠٠ نقطة في بداية ١٩٩١ ليُغلق العام بارتفاع جيد، حيث أنهى المؤشر العام على ١٧٥٧,٩ نقطة. ويعود سبب الارتفاع إلى زيادة التداول في السوق نتيجة تطبيق النظام التشغيلي الجديد (ESIS)، كما يُعزى كذلك إلى الطفرة النفطية التي تزامنت مع هجوم قوات التحالف لتحرير الكويت، كما كان طرحُ شركة صافولا للاكتتاب العام في بداية السنة عاملاً لافتاً للأنظار نحو السوق، حيث شهد اكتتابُها تزاحماً كبيراً[٥٣]. واستمر الارتفاع خلال عام ١٩٩٢ حيث سجَّل المؤشر العام خلال إبريل ١٩٩٢ أفضلَ مستوياته في تاريخه عند ٢٣٠٠ نقطة، إلا أنه تراجع بعدها ليُنهي العامَ عند ١٨٨٠ نقطة نتيجة سعي المستثمرين لجني الأرباح (Azzam,1997).

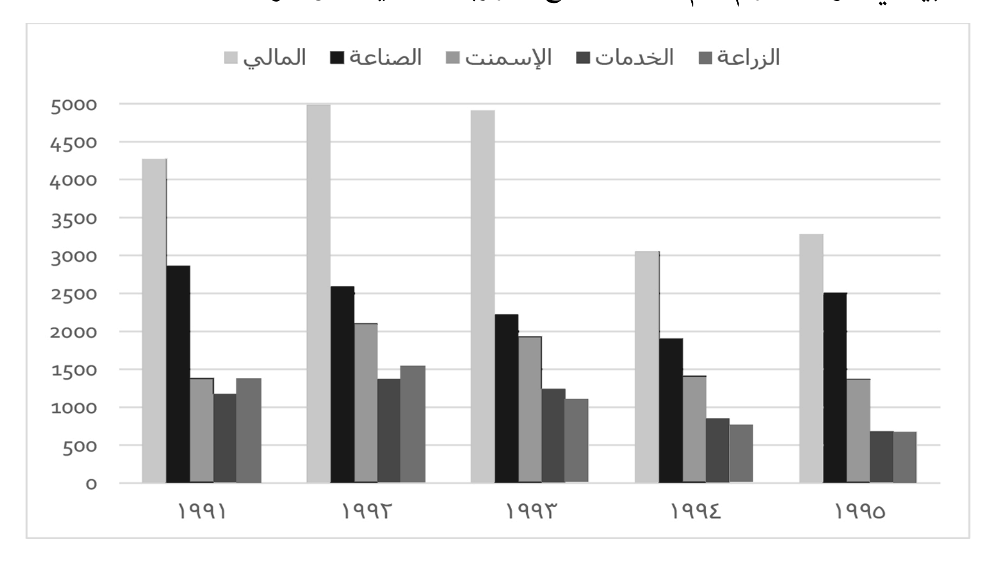
في الربع الأول من ١٩٩٣ ارتفع المؤشر بمعدل جيد بلغت نسبته ٦,١٪، إلا أنه أظهر بعد ذلك اتجاهاً تنازلياً ليُغلق العام عند ١٧٩٠ نقطة، فاقداً ٥,١ ٪ من قيمة إغلاقه في عام ١٩٩٢، وهو أمرٌ يمكن عزوه لانتهاء طفرة النفط القصيرة التي تزامنت مع تحرير قوات التحالف المشترك لدولة الكويت الشقيقة، وانخفاض ثقة المستثمرين في السوق؛ وهو ما أدَّى لفقده ٥,١ من قيمته بنهاية ١٩٩٣، وهو أمرٌ استمرَّ خلال العام ١٩٩٤ حيث هبطت قيمة المؤشر العام بنسبة بلغت ٢٩٪.

(٥٣) تمَّ طرح شركة صافولا للاكتتاب العام في ١٩٩١/١/٢٠.

إلا أنه بالنظر لنشاط الأسهم، فسنجد أنَّ حركة الأسهم في السوق شهدت ارتفاعاً كبيراً في عام ١٩٩٣ مقارنةً مع عام ١٩٩٢، فقد ارتفع عددُ الأسهم المتداولة من ٣٥,٢ مليون سهم في ١٩٩٢ إلى ٦٠,٣ مليون سهم في ١٩٩٣، وهو ارتفاع بلغت نسبته ٧١,٢٪، كما سجلت القيمة المتداولة بدورها ارتفاعاً بلغت نسبته ٢٧٪، حيث ارتفعت من ١٣,٧ مليار ريال في ١٩٩٢ إلى ما يربو على ١٧,٤ مليار ريال بنهاية عام ١٩٩٣. وزيادة التداولات والنشاط في السوق يعود إلى ما سبق ذكره عن فعالية النظام التشغيلي الجديد في السوق، إضافةً إلى زيادة عدد الشركات كما سيأتي الحديث عنه لاحقاً.

بالمقارنة بين عامي ١٩٩٥ والعام السابق، فقد سجَّل مؤشر الأسهم العام ارتفاعاً نسبته ٦,٩٪ في نهاية ديسمبر ١٩٩٥، حيث أغلق العام على ١٣٦٨ نقطة. وفيما يخصُّ نشاط الأسهم، فقد شهد تراجعاً في عام ١٩٩٥ حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة ١١٦,٦ مليون سهم مقارنة بـ ١٥٢,١ مليون سهم تمَّ تداولها في عام ١٩٩٤. كما سجلت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضاً طفيفاً، فانخفضت إلى ٢٣,٢ مليار ريال مقابل ٢٤,٩ مليار ريال في ١٩٩٤.

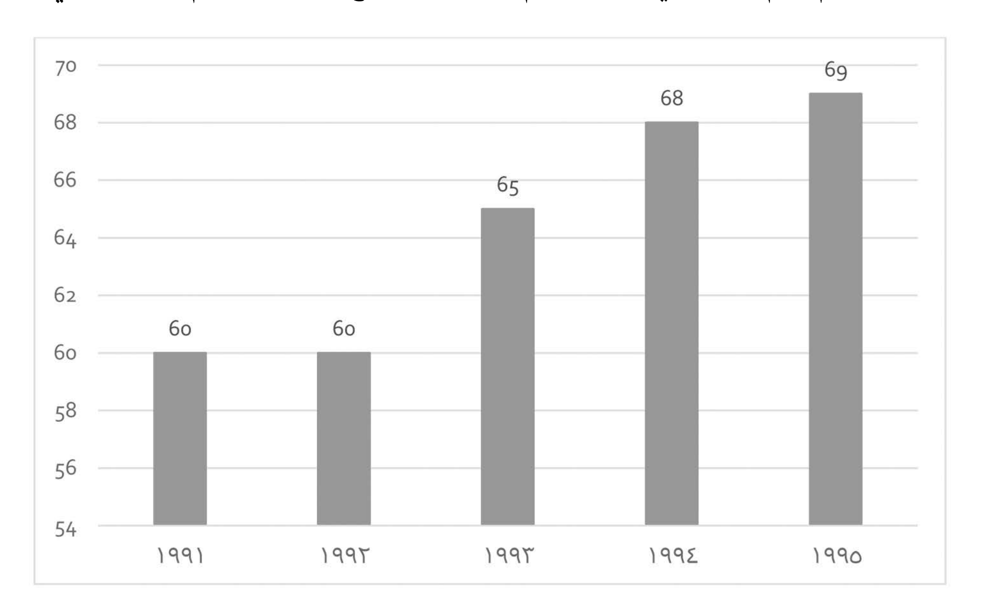
وفيما يتعلق بأداء المؤشرات الفرعية، فيوضح الشكل رقم (٣-٩) أداءَ المؤشرات الخمسة الكبيرة في سوق الأسهم (تم استثناء قطاع الكهرباء؛ لأنه يتضمن شركةً واحدةً فقط).



شكل (٣-٩): أداء المؤشرات الفرعية القطاعية للأسهم خلال الفترة ١٩٩١- ١٩٩٥

وكما يُلاحظ من الشــكل الســابق، فقد جــاء أداء المؤشرات الفرعيــة متوافقاً مع أداء المؤشر العام، حيث ارتفعت جميع المؤشرات خلال عامي ١٩٩١ و١٩٩٢ (باســتثناء القطاع الصناعــي)، ثــم اتجهت للانخفاض خلال عــام ١٩٩٣ ومثله ١٩٩٤ قبل أن تعودَ للتحسُّــن الملحوظ خلال العام ١٩٩٥، وبشكل واضح في القطاعين المالي والصناعي؛ وهذا يعود لما سبق ذكره عن أثر الطفرة النفطية التي شهدتها المملكة مع دخول قوات التحالف الدولي لتحرير دولة الكويت، كما شهد عام ١٩٩١ طرحَ شركات كبيرة لفتت لها أنظار المساهمين، مثل شركة صافولا، وكذلك اكتتاب بنك الرياض.

وشــهدت الفــترة ١٩٩١إلى ١٩٩٥ زيادةً مســتمرةً في عدد الشركات المســاهمة التي طُرحت للاكتتاب العام، وتم إدراجها في سوق الأسهم بحسب ما يتضح من الشكل رقم (٣-١٠) التالي.



شكل (٣-١٠): مقارنة بين عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم خلال الفترة ١٩٩١ - ١٩٩٥

٣-٢-٣. أداء السوق خلال الفترة من بداية عام ١٩٩٦ حتى نهاية عام ٢٠٠٠:

شهد مؤشر ســوق الأسهم السعودية في عام ١٩٩٦ اتجاهاً تصاعدياً، وأُغلق بنهاية العام عــلى ١٥٣٠,٨٣ نقطة مقارنةً مــع إغلاقه عند ١٣٦٨ نقطة فقط بنهاية العام ١٩٩٥، بارتفاع

بلغت نسـبته ١١,٤ ٪. وكذلك ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة ٩,٥٪ لتصل إلى ٢٥,٤ مليار ريال مقارنة بـ ٢٣,٢ مليار في عام ١٩٩٥. ويوضِّح الجدول رقم (٣-١) مقارنة بين أهم المؤشرات الرئيسية في السوق بين العامين.

جدول (٣-١)

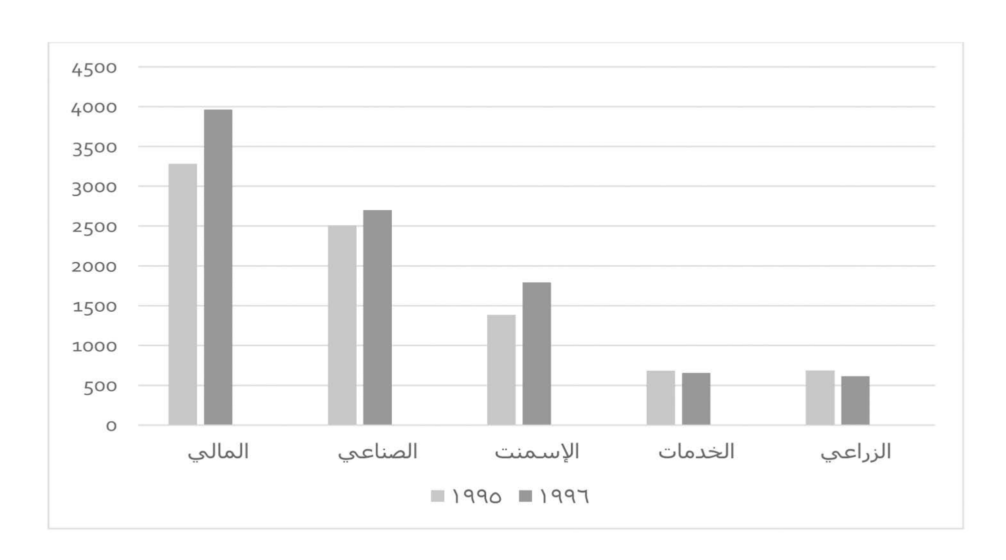
مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين عامي ١٩٩٥ و١٩٩٦

	١٩٩٥	١٩٩٦	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	١٣٦٨	١٥٣٠	↑١١,٤
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٢٣,٢	٢٥,٤	↑٩,٥
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	١١٦,٦	١٣٧,٨	↑١٨,٢
عدد الصفقات المنفَّذة (ألف)	٢٩١,٧	٢٨٣,٨	↓٢,٧
القيمة السوقية الإجمالية للأسهم (مليار ريال)	١٣٦,٨	١٥٣,١	↑١١,٩

ويعود سـبب زيادة نشـاط الأسـهم في عام ١٩٩٦ مقارنةً مع عام ١٩٩٥ إلى زيادة نمو الاقتصاد بشكل عام جراءَ زيادة الإنفاق الحكومي (بلغ معدل نمو الناتج المحلي لعام ١٩٩٦ نحـو ٣,٤٪ مقارنـة بـ ١,٨٪ فقط في عـام ١٩٩٥)[٥٤]، إضافة لانخفـاض معدل العوائد على الودائع البنكية؛ وهو ما جعل ملَّاك الأموال يتجهون لسـوق الأسـهم بحثاً عن عوائد أفضل (مجموعة بخيت الاستثمارية، ١٩٩٧).

وفي نفـس اتجاه الارتفاع للمؤشر العـام، فقد ارتفعت أيضاً المؤشرات القطاعية الفرعية في السـوق بدرجات متفاوتة، كما يتضح من الشـكل رقم (٣-١١)، وخصوصاً القطاع المالي والصناعي والإسمنت.

(٥٤) ساعد ارتفاع سعر النفط من ١٨ دولاراً عام ١٩٩٥ إلى ٢٢ دولاراً عام ١٩٩٦ في زيادة الإنفاق الحكومي على الاقتصاد بشكل جيد؛ مما رفع معدل النمو، وانعكس أثره على سوق الأسهم (مجموعة بخيت الاستثمارية، ١٩٩٦).



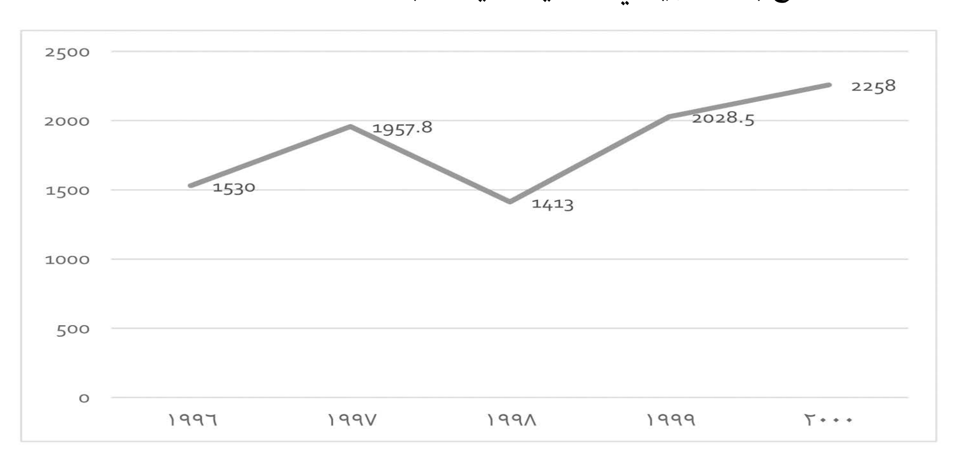
شكل (٣-١١): مقارنة أداء المؤشرات الفرعية لقطاعات السوق بين عامي ١٩٩٥ و١٩٩٦

وبشــكل تفصيلي، وكما يتضح من الشكل الســابق، فقد استحوذ قطاع المصارف (المالي) على النصيب الأكبر من الســوق في عام ١٩٩٦، حيث تمَّ تبادل ٣١,٩ مليون ســهم في قطاع البنوك، وهو ما يُشــكِّل ٤١٪ من قيمة التداولات في الســوق، كما يُشــكِّل ما نسبته ٢٣,١ ٪ من عدد الأســهم التي تمَّ تداولها في الســوق في ذلك العام[٥٥]. وبالمثل، فقد كان التداول في قطاع الصناعة كبيراً في عام ١٩٩٦، حيث تمَّ تداول ١٩ مليون ســهم في قطاع الصناعة، وهو ما نسبته ١٤,٥ ٪ من إجمالي عدد الأسهم التي تمَّ تداولها، وبلغت قيمة التداولات في قطاع الإســمنت ٥,٣ مليارات ريال، وهو ما يُشكِّل نسبةً تبلغ ٢٠,٩٪ من إجمالي قيمة التداولات التي شهدتها السوق في عام ١٩٩٦. ويعود سبب ارتفاع وتحسُّن مؤشرات القطاعات الفرعية الكبيرة في الســوق إلى زيادة الإنفاق الحكومي، والذي بدوره أدى لزيادة المعروض النقدي حيث ارتفع معدل نمو النقود (ن٢) بنســبة بلغت ١٠,٥٪ في عام ١٩٩٦ مقارنة بعام ١٩٩٥، كــما كانت معــدلات التضخُّم في الاقتصاد طفيفــةً ولم تتجاوز ١٪؛ وهو مــا أدَّى إلى زيادة السيولة الموجَّهة للتداول في سوق الأسهم.

(٥٥) تمَّ خلال العام ١٩٩٦ مضاعفة رأس مال البنك السعودي المتحد، ورفع البنك السعودي للاستثمار رأس ماله ٤ أضعاف، ورفع البنك السعودي البريطاني رأس ماله إلى ١٢٥٠ مليون ريال؛ وهو ما أثَّر على زيادة التداول في قطاع المصارف بشكل كبير خلال هذا العام.

في عام ١٩٩٧ واصلت غالبية المؤشرات ارتفاعاتها، وشــهدت سوق الأسهم ازدهاراً كبيراً، ولم تتأثــر بالأزمــة المالية التي ضربت نمور شرق آســيا في ذلك العــام[٥٦]. وتضاعفت قيمة الأسهم المتداولة في السوق من ٢٥,٤ مليار ريال فقط في ١٩٩٦ إلى ٦٢,١ مليار ريال، بزيادة بلغت نســبتها ١٤٤٪. ويُعزى ســبب ازدهار الســوق في ١٩٩٧ إلى تحسُّــن أسعار النفط، وزيــادة الحكومة من إنفاقها على الاقتصاد، وصرف مســتحقات المزارعــين والمقاولين؛ مما زاد في الســيولة المتجهة للســوق، إضافةً للزيادة الملحوظة في الأرباح التي حققتها الشركات المســاهمة المدرَجة في الســوق بنهاية ١٩٩٦، كما حققت صناديق الاستثمار في الأسهم أيضاً بدورها أداءً جيداً خلالَ هذا العام[٥٧].

وتمَّ في وسط العام تطبيق نظام التحويلات المالية (سريع)، والذي ساعد في سرعة إنجاز التحويلات المالية، حيث ساهم في تسوية عمليات بيع وشراء الأسهم في نفس الوقت (T+0). ويُوضِّح الشــكل رقم (٣-١٢) إغلاق مؤشر الأســهم العام للفترة من ١٩٩٦ حتى نهاية عام ٢٠٠٠، حيث يُلاحظ الارتفاع الجيد للمؤشر بنهاية العام ١٩٩٧، ورغم انخفاضه في ١٩٩٨ إلا أنه عاود الارتفاع بشكل جيد في السنتين اللتين أعقبتا ١٩٩٨.



شكل (٣-١٢): أداء مؤشر الأسهم العام خلال الفترة ١٩٩٦ حتى نهاية عام ٢٠٠٠

(٥٦) أزمة النمور الآسيوية بدأت من تايلاند بانهيار سوقها المالي في بداية أكتوبر ١٩٩٧، وانتشرت بسرعة لتعمَّ جميع دول منطقة شرق آسيا.

(٥٧) في ١٩٩٧ تمَّ إنشاء صندوق الاستثمار السعودي (سيف) في لندن، وهو أول صندوق مُخصَّص للاستثمار في الأسهم السعودية (انظر الجزءَ المخصَّص لصناديق الاستثمار في المملكة في الفصل الثاني من هذا الكتاب).

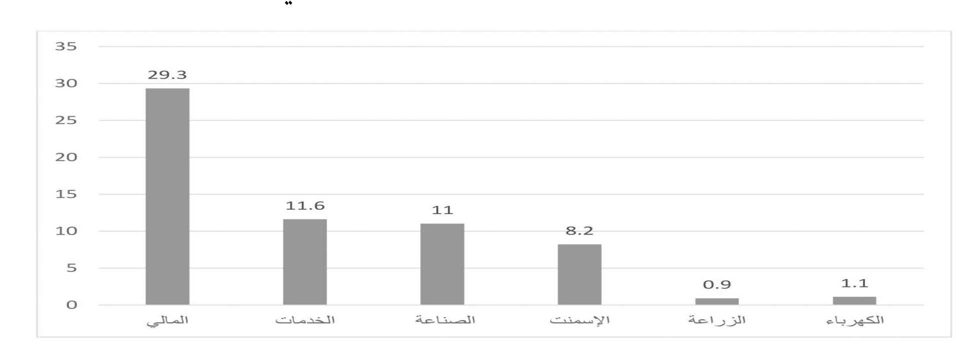
وفيــما يخصُّ المقارنة بين العامــين، يُوضِّح الجدول رقم (٣-٢) مقارنة بين أداء الأســهم بجميع مكوناتها الرئيسية بين عامي ١٩٩٦ و١٩٩٧.

جدول(٣-٢)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين عامي ١٩٩٦ و١٩٩٧

	١٩٩٦	١٩٩٧	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	١٥٣٠	١٩٥٧,٥	٢٧,٩ ↑
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٢٥,٤	٦٢,٢	١٤٤,٤ ↑
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	١٣٧,٨	٣١٤	١٢٧,٨ ↑
عدد الصفقات المنفَّذة (ألف)	٢٨٣,٨	٤٦٠,١	٦٢,١ ↑
القيمة السوقية الإجمالية للأسهم (مليار ريال)	١٧٢	٢٢٢,٧	٢٩,٥ ↑

وفيما يتعلق بأداء القطاعات الفرعية للسوق في عام ١٩٩٧، فكما يتضح من الشكل رقم (٣-١٣)، فقد اســتحوذ القطاع المالي على ما نسبته ٤٧,٢٪ من إجمالي السيولة المتداولة في السوق[٥٨]، ثم تلاه قطاع الخدمات واســتحوذ على ما نســبته ١٨,٦٪ من إجمالي السيولة، ثم قطاعا الصناعة والإسمنت واستحوذا على ما نسبته ١٧,٧ و١٣,١٪ من السيولة المتداولة على التوالي.



شكل (٣-١٣): السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية لعام ١٩٩٧ (مليار ريال)

(٥٨) يعود سبب زيادة استحواذ المصارف على معظم السيولة لما ذكرناه عن زيادة المصارف لرؤوس أموالها في عام ١٩٩٦، كما شهد العام ١٩٩٧ زيادةَ رأس مال البنك العربي الوطني من ١٢٠٠ مليون ريال إلى ١٥٠٠ مليون ريال، كما شهد العام ١٩٩٧ أول اندماج بين البنوك، حينما اندمج بنك القاهرة السعودي مع البنك السعودي المتحد، لينتج عن الاندماج البنك السعودي التجاري المتحد برأس مال بلغ ٢٤٥٠ مليون ريال.

أما عن أداء الأســهم في عام ١٩٩٨ فقد خضع لعملية تصحيح بســبب انخفاض أســعار النفــط في ذلــك العام من نحو ١٧ دولاراً إلى ١٣,٤ دولاراً فقط، وبســبب الأزمات المالية في روســيا وآسيا، والتي أثرت بدورها على ثقة المســتثمرين في السوق رغم عدم وجود ترابط حسي بين هذه الأســواق وسوق المملكة، إضافةً إلى هجوم المضاربين في سوق العملات على الريال السعودي متوقعين انخفاض قيمته؛ وهي كلها أسباب انعكست بشكل مباشر أو غير مباشر على مؤشرات وتداولات سوق الأسهم السعودي.

وكما تمَّ توضيحه ســابقاً في الشــكل رقم (٣-١٢)، فقد كان عام ١٩٩٨ هو الأســوأ أداءً لمؤشر الســوق الرئيسي الذي أُغلق عام ١٩٩٨ عند ١٤١٣ نقطة فقط مقابل ١٩٥٧,٨ نقطة في عام ١٩٩٧، وهو انخفاض بلغت نســبته ٢٧,٨٪، وهو ثالث أسوأ أداء يحققه المؤشر منذ افتتاح السوق، حيث كان الأسوأ عام ١٩٨٥، وثاني أسوأ أداء كان عام ١٩٩٤ (مجموعة بخيت الاستثمارية، ١٩٩٨).

وبمقارنة مؤشرات الســوق بين عامي ١٩٩٨ والعام الســابق له، فكما يتضح من الجدول رقم (٣-٣)، فقد حصل انخفاض في المؤشر الرئيسي وقيمة الأســهم المتداولة وعددها وعدد الصفقات المنفَّذة كلها في عام ١٩٩٨ بالمقارنة مع عام ١٩٩٧.

جدول (٣-٣)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين عامي ١٩٩٧ و١٩٩٨

	١٩٩٧	**١٩٩٨**	**مقدار التغير٪**
المؤشر العام (نقطة)	١٩٥٧,٨	١٤١٣	٢٧,٨ ↓
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٦٢,٢	٥١,٥	١٧ ↓
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	٣١٤	٢٩٤,٦	٦,٢ ↓
عدد الصفقات المنفَّذة (ألف)	٤٦٠,١	٣٧٦,٦	١٨,١ ↓
القيمة السوقية الإجمالية للأسهم (مليار ريال)	٢٢٢,٧	١٥٩,٩	٢٨,٢ ↓

وشهد عام ١٩٩٨ عدداً من التغييرات التنظيمية في السوق، حيث تمَّت تجزئة القيمة الاسمية للأسـهم من ١٠٠ ريال إلى ٥٠ ريالاً في يناير ١٩٩٨. كما تمَّ تطبيق الضوابط الخاصة بالسـماح لمواطنـي دول الخليـج بتملُّك وتداول الأسـهم في المملكة أيضاً في ينايـر ١٩٩٨، إضافةً لإدراج مؤشر الأسـهم الرئيسي ضمن مؤشرات الأسواق الناشـئة التي تنشرها مؤسسة التمويل الدولية «IFC»[٥٩]، وبدأت في نشر مؤشرات سوق الأسهم السعودي للمرة الأولى في شهر إبريل ١٩٩٨.

وفيـما يخصُّ أداء القطاعـات الفرعية، فقد أنقذ مؤشر البنوك السـوقَ من انخفاضات كبيرة، إذ أدَّت الأرباح التي حققتها المصارف في عام ١٩٩٧ إلى زيادة تداول أسـهمها، حيث بلغت قيمة أسهم البنوك المتداولة خلال عام ١٩٩٨ حوالي ٣٢,٨ مليار ريال، وهو ما يُشكِّل نسـبة ٦٣,٧٪ من إجمالي القيمة المتداولة في الأسـهم لعام ١٩٩٨. وقد تلاها قطاع الصناعة الذي شكَّلت قيمة الأسهم المتداولة فيه ١٨,٥٪ من إجمالي القيمة المتداولة لجميع الأسهم في السوق، في حين لم يكن أداء بقية القطاعات الأربعة الأخرى (الإسمنت، الخدمات، الكهرباء، الزراعة) جيداً في عام ١٩٩٨.

في عام ١٩٩٩ تحسَّن أداء السوق السعودي بشكل جيد وأُقفِل المؤشر العام على ٢٠٢٨,٥ نقطة، مرتفعاً بنسـبة ٤٤٪ عن إغلاقه بنهاية عام ١٩٩٨. ويلخص الجدول رقم (٣-٤) أهمَّ تطوُّرات مؤشرات السوق الرئيسية في عام ١٩٩٩ مقارنةً بأدائها في عام ١٩٩٨.

جدول (٣-٤)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين عامي ١٩٩٨ و١٩٩٩

	١٩٩٨	١٩٩٩	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	١٤١٣	٢٠٢٨,٥	٤٣,٦ ↑
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٥١,٥	٥٦,٦	٩,٨ ↑
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	٢٩٤,٦	٥٢٧,٥	٧٩ ↑
عدد الصفقات المنفَّذة (ألف)	٣٧٦,٦	٤٣٨,٢	١٦,٤ ↑
القيمة السوقية الإجمالية للأسهم (مليار ريال)	١٥٩,٩	٢٢٨,٦	٤٢,٩ ↑

(٥٩) مؤسسة التمويل الدولية «International Finance Corporation» هي إحدى المؤسسات التابعة للبنك الدولي للإنشاء والتعمير.

ويعود سبب ارتفاع السوق في عام ١٩٩٩ إلى عدة عوامل، على رأسها الجهود التي قادتها المملكـة العربية السـعودية في أوبك وأثمرت عن خفض الإنتاج بمليـوني برميل حتى نهاية مارس ٢٠٠٠؛ وهو ما رفعَ أسـعار النفط بنسبة جاوزت ١٤٠٪ خلال عام ١٩٩٩، كما زاد من انتعاش السـوق سماح الحكومة للأجانب بالاسـتثمار في سوق الأسهم السعودية من خلال الصناديق الاسـتثمارية التي تديرها البنوك السـعودية، كما تمَّ إنشـاء المجلس الاقتصادي الأعلى في ذلك العام، وهو ما انعكس بزيادة الثقة في الاقتصاد وفي سوق المال السعودية.

وفيـما يخـصُّ أداء القطاعات، وكما يتضح من الجدول رقم (٣-٥)، فقد اسـتحوذ قطاع البنـوك على ما يفوق ٦٠٪ من إجمالي السـيولة المتداولة في السـوق، كـما جاء أداء قطاع الخدمـات متميزاً في عام ١٩٩٩، وبلغ عدد الأسـهم التي تمَّ تداولها في هذا القطاع ما يربو على ٤٣٪ من عدد الأسهم التي تمَّ تداولها في السوق إجمالاً في ذلك العام.

جدول (٣-٥)

أداء مؤشرات السوق الفرعية من حيث السيولة وعدد الأسهم والصفقات في عام ١٩٩٩

القطاع	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٪	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	٪	عدد الصفقات المنفَّذة (ألف)	٪
المالي	٣٤,٩	٦١,٦	١٥٦,١	٢٩,٦	١٦٦,٤	٣٨
الصناعي	١٠,٢	١٨,١	٨٢,٥	١٥,٦	١٠٥,٧	٢٤,١
الخدمات	٦,١	١٠,٨	٢٢٧	٤٣	٩٦,٢	٢٢
الإسمنت	٣,٨	٦,٧	٢٣,٩	٦,٤	٤٤,٥	١٠,٢
الكهرباء	١,٤	٢,٤	١٩,٦	٣,٧	١٧,١	٣,٩
الزراعي	٠,٢	٠,٤	٨,٤	١,٦	٨,٢	١,٩
الإجمالي	٥٦,٦	٪١٠٠	٥٢٧,٥	٪١٠٠	٤٣٨,٢	٪١٠٠

ويعود نشاط التداول الكبير في قطاع الخدمات إلى كِبر حجم التداول على شركة المواشي المكـيرش التي جاءت في المرتبة الأولى من حيث حجم التداول بـ ٩٧,٧ مليون سـهم في عام ١٩٩٩، ثم شركة النقل البحري التي حلَّت ثالثاً من حيث حجم التداول بـ ٤٢,٩ مليون سهم

(الثاني كان بنك الرياض)؛ وهو ما يدلُّ على كِبر حجم المضاربة في السوق، وهو ما سنتحدث عنه في الفصل الأخير من هذا الكتاب.

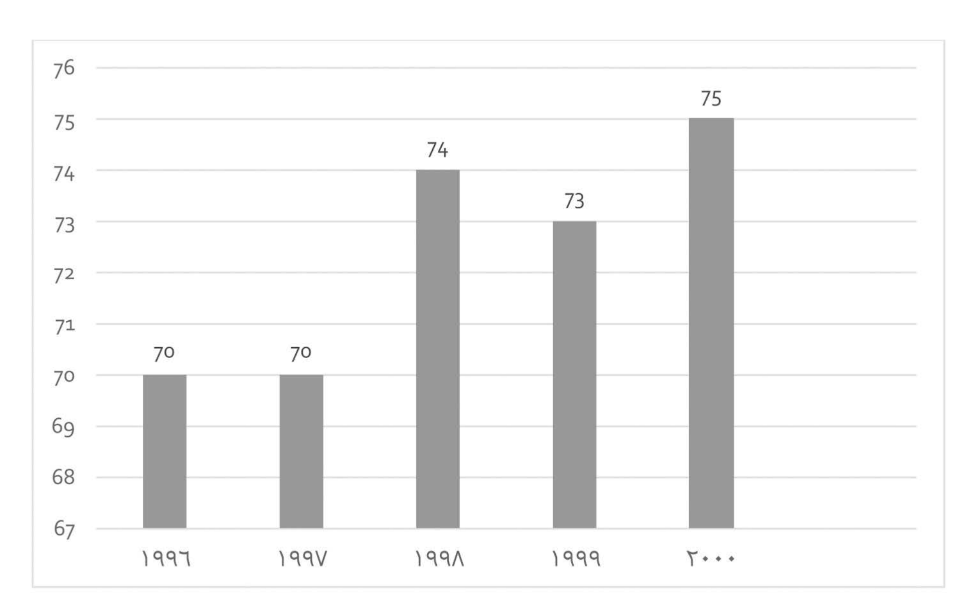
في نهايــة الألفيــة الثانية، وكما يتضح من جدول المقارنة رقــم (٣-٦)، فقد واصَلَ مؤشر السوق الرئيسي الارتفاعَ المعتدل وأُغلِق هذا العام عند ٢٢٥٨,٥ نقطة، بارتفاع نسبته ١٠,٩٪ عن عام ١٩٩٩. ويُعزى ســبب ارتفاع السوق إلى تحسُّن أســعار النفط بنسبة ٥٧٪ مقارنة بأســعارها عام ١٩٩٩، وتحسُّــن وضع ميزانية الحكومة التي حققت فائضاً بلغ ٤٥ ملياراً في عام ٢٠٠٠ بعد سنوات طويلة من العجز، إضافةً إلى صدور قانون الاستثمار الأجنبي الجديد والأداء الإيجابي للاقتصاد في ذلك العام.

جدول (٣-٦)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين عامي ١٩٩٩ و٢٠٠٠

	١٩٩٩	٢٠٠٠	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٢٠٢٨,٥	٢٢٥٨,٣	١١,٣ ↑
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٥٦,٦	٦٥,٣	١٥,٤ ↑
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	٥٢٧,٥	٥٥٥	٥ ↑
عدد الصفقات المنفَّذة (ألف)	٤٣٨,٢	٤٩٨	١٣,٧ ↑
القيمة السوقية الإجمالية للأسهم (مليار ريال)	٢٢٨,٦	٢٥٤	١١ ↑

وفيما يخصُّ عدد الشركات المدرجة في الســوق، فلم تشهد الفترة ١٩٩٦ إلى نهاية ٢٠٠٠ إدراج عدد يمكن أن يلفت النظر إليه، بل بقيت الزيادة السنوية في عدد الشركات لا تتجاوز شركــة أو شركتــين في العام. ويُوضِّح الشــكل رقم (٣-١٤) تنامي عدد الشركات المســاهمة المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ١٩٩٦ إلى نهاية عام ٢٠٠٠.



شكل (٣-١٤): تطوُّر عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم للفترة ١٩٩٦-٢٠٠٠

وفيما يتعلق بأداء القطاعات الفرعية لسوق الأسهم، وكما يتضح من الجدول رقم (٣-٧) أدناه، فيُلاحظ انخفاض التداول في قطاع البنوك في عام ٢٠٠٠ وكذلك قطاع الخدمات مقارنة مع عام ١٩٩٩، في مقابل زيادة في تداولات أسـهم قطاعات الصناعة والإسـمنت والكهرباء والزراعة. وتعود الزيادة في تداولات القطاع الصناعي إلى زيادة التداولات على شركة سابك في عام ٢٠٠٠، حيث بلغت قيمة التداولات على الشركة ١٠,٦ مليارات ريال، وهو ما يُشكِّل أكـثرَ من نصف قيمة التداولات في قطاع الصناعـة، كما جاءت الشركة في المرتبة الثانية من حيث عدد الأسهم المتداولة في السوق في عام ٢٠٠٠، وبلغ عدد أسهمها المتداولة ٥٢ مليون سهم (الأولى كانت المواشي المكيرش بـ ٧٢,٨ مليون سهم).

جدول (٣-٧)

مقارنة أداء مؤشرات القطاعات الفرعية للسوق بين عامي ١٩٩٩ و٢٠٠٠

القطاع	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)		عدد الأسهم المتداولة (مليون)		عدد الصفقات المنفَّذة (ألف)	
	١٩٩٩	٢٠٠٠	١٩٩٩	٢٠٠٠	١٩٩٩	٢٠٠٠
المالي	٣٤,٩	٢٩,٥	١٥٦,١	٩٢,١	١٦٦,٤	١١٩,٦
الصناعي	١٠,٢	٢٠,٤	٨٢,٥	١٥٩,٢	١٠٥,٧	١٧٢,٣
الخدمات	٦,١	٤,٨	٢٢٧	١٧٥,٤	٩٦,٢	٨١,٦
الإسمنت	٣,٨	٥,٢	٢٣,٩	٤٦,٢	٤٤,٥	٥٨,٧
الكهرباء	١,٤	٤,٦	١٩,٦	٥٨,٣	١٧,١	٥٠,٦
الزراعي	٠,٢	٠,٧	٨,٤	٢٣,٧	٨,٢	١٥,٤
الإجمالي	٥٦,٦	٦٥,٣	٥٢٧,٥	٥٥٥	٤٣٨,٢	٤٩٨

٣-٢-٤. أبرز الملاحظات على أداء السوق خلال الفترة أو المرحلة الأولى:

بعد استعراض أداء الأســهم بالأرقام والنسب والسنوات خلال الفترة الأولى حسب تقسيم هذا الفصل، يمكن الإشارة إلى أهم الملاحظات على أداء هذه الفترة، ولو بشكل إجمالي، كما يلي:

١- ضعف التداولات بشــكل عام خلال الســنوات الأولى لافتتاح الســوق، حيث لم يتجاوز معدل دوران الأســهم في الســوق - على ســبيل المثال - ١، ٢، ٤ في المئة خلال الأعوام ١٩٨٦، ١٩٨٨، ١٩٨٩.

٢- تحسُّــن وزيــادة التداولات مــع تطبيق نظــام ESIS في النصف الثاني مــن عام ١٩٩٠، والتحديث المتوالي للنظام بما انعكس على زيادة التداولات خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠٠.

٣- تشــتُّت جهود تنظيم ومراقبة الســوق بين ثلاث جهات (وزارة الماليــة، ووزارة التجارة، ومؤسسة النقد العربي السعودي).

٤- اقتصار الســوق طوال هذه الفترة (ومنذ افتتاحه) على تداول الأســهم فقط دون غيرها من الأوراق المالية.

٥- صِغر حجم وعمق السـوق؛ نظـراً لقلة عدد الشركات المتداولـة فيه، وكذلك كبر حجم الأسـهم غير المتداولة التي تتملكها الصناديق الحكومية وشبه الحكومية (بلغت النسبة غير المتداولة ٤٤٪ بنهاية عام ٢٠٠٠، على سبيل المثال (الحصان، ٢٠٠٢).

٦- كان القطاع المالي (المصارف) هو الأكبر من حيث قيم التداول، واستحوذ على نسب عالية من السـيولة المتداولة في السوق خلال سـنوات المرحلة الأولى (منذ الافتتاح حتى نهاية عام ٢٠٠٠).

٧- سـيطرة المضاربات على السوق، وهو ما أثَّر بدوره على تذبذب المؤشرات بشكل سريع؛ وهذا عائدٌ لغياب الاستثمار المؤسسي، وسيطرة الاستثمار الفردي على السوق.

٨- افتقاد السـوق للتحليل المالي، وضعف أو غياب التقارير والمعلومات والتحليلات المالية لأداء السوق نتيجة قلة عدد المكاتب والخبراء في هذا الشأن خلال المرحلة الأولى.

٩- عدم تأثُّر السوق بأزمة الأسهم العالمية في ١٩٨٧ لقلة الأسهم والتداول فيها، وكذلك عدم تأثُّرها بشكل مباشر بأزمة النمور الآسيوية خلال العام ١٩٩٧.

١٠- اقتـصر التداول خلال الفـترة الأولى على البيع والشراء الفوري، ولم يُسـتخدم البيع على المكشـوف ولا غيره من الإسـتراتيجيات المسـتخدمة في الأسـواق المالية الأخرى، وكانت التسـوية فورية (T+0)، بعكس ما هو مُسـتخدَم في الأسـواق المتقدمة حيث التسـوية (T+2).

٣-٣. المرحلـة الثانية: أداء السـوق في مرحلة النمـو الكبير من عام ٢٠٠١ حتى نهاية عام ٢٠٠٦ (عام انفجار الفقاعة):

في هذه المرحلة تضاعفت مؤشرات السـوق كلها بشـكل غير مسـبوق في تاريخ سـوق الأسـهم في المملكة العربية السعودية، وقفزت المؤشرات بنسب كبيرة، وزاد عدد المتداولين في السـوق من أقل من ١٠٠ ألف شـخص إلى ما يزيد عن ١,٥ مليون متداول، وتمَّ تغطية الاكتتابـات التي طُرحت خلال الفترات بأضعاف كبيرة. ويوضِّح الشـكل رقم (٣-١٥) أداءَ المؤشر العام (تاسي) خلال هذه الفترة.



شكل (٣-١٥): أداء المؤشر العام خلال الفترة الثانية (٢٠٠١-٢٠٠٦)

وقبل تحليل بيانات الأسهم وأدائها في هذه المرحلة، نبدأ بذكر أبرز التغييرات والأحداث على مستوى سوق الأسهم والاقتصاد بشكل عام، كما يلي:

- في أكتوبر ٢٠٠١، قامت مؤسسة النقد العربي السعودي باستبدال نظام ESIS بنظام تداول الإلكتروني؛ وهو ما أدَّى لتحسين النظام التشغيلي للسوق، وأتاح فيما بعدُ التداولَ عبر الإنترنت في السوق السعودي.
- في ١١ سبتمبر ٢٠٠١، حدثت انفجارات نيويورك وواشنطن؛ وهو ما أدى إلى عودة كثير من الأموال المهاجرة للمملكة خوفاً من تعقُّبها أو حظرها في الخارج بعد أزمة سبتمبر.
- حقَّقت ميزانية المملكة بنهاية عام ٢٠٠٠ أول فائض لها بلغ ٤٥ مليار ريال بعد سنوات طويلة من العجز المستمر والمتراكم سنوياً، واستمرت الفوائض بعدها طوال سنوات هذه المرحلة.
- من بداية المرحلة الثانية، تمَّ خَفْض التعريفة الجمركية من ١٢٪ إلى ٥٪ فقط تزامناً مع إطلاق المرحلة الأولى للتكامل الخليجي، وهي توحيد التعريفة الجمركية.
- في بداية عام ٢٠٠١ أيضاً، تمَّ توقيع عدة اتفاقيات لتطوير حقول الغاز في المملكة مع ثمانٍ من الشركات العالمية، بقيمة تصل إلى ٢٥ مليار دولار، وكانت التوقعات أن تكون هذه المشاريع بدايةً لجذب الاستثمارات الأجنبية، وخلق فرص العمل للمواطنين.

- تمَّ في بداية المرحلة عَمْل الهيئة العامة للاستثمار«ساقيا»، والتي تمَّ إنشاؤها في إبريل من عام ٢٠٠٠ لدعم جذب الاستثمارات الأجنبية في المملكة.
- تــمَّ الترخيــص لعدد من المشــاريع الأجنبية التي تقدَّمــت بطلباتها للعمــل في المملكة، وباستثمارات إجمالية تربو على ٣٥ مليار ريال.
- خــلال هذه المرحلة تمَّ انضمام المملكة لمنظمة التجارة العالمية بعد مداولات ونقاشــات طويلة، تضمنت تحســين المناخ الاســتثماري، وتطوير القوانين التجارية حســب المعايير العالمية (انضمت المملكة رسمياً لمنظمة التجارة العالمية في ١١/١١/ ٢٠٠٥).

وكل هذه الأحداث كانت تُهيِّئ وتدعم ســوق الأسهم للانطلاق ودخول مرحلة جديدة من التداول، وزيادة عدد المتداولين والطروحات الجديدة من الشركات المساهمة، وبالفعل هذا ما حدث، حيث كانت المرحلة الثانية مرحلة مختلفة في سوق الأسهم السعودية بجميع تفاصيلها وأجزائها، وهو ما يستعرضه الجزء التالي من الكتاب.

٣-٣-١. أداء السوق خلال عام ٢٠٠١:

خــلال العام ٢٠٠١، أضاف المؤشر العام عائداً بلغ ٨٪ مقارنة مع عام ٢٠٠٠. وبلغ عدد الصفقات المنفَّذة في الســوق ٦٠٥ آلاف بزيادة قدرهــا ٢١٪ عن عام ٢٠٠٠، في حين بلغت قيمة الأسهم المتداولة ٨٣,٦٠ مليار ريال بزيادة بلغت ٢٨٪ عنها في العام السابق، وبلغ عدد الأسهم المتداولة ٦٩١,٨ مليون سهم بزيادة بلغت ٢٥٪ عنها في عام ٢٠٠٠.

ويعود أداء الســوق الجيد إلى ما ذكرناه عــن خفض التعريفة الجمركية من ١٢ إلى ٥٪، ودخول الشركات الأجنبية للتنقيب في مشــاريع الغاز، وتحقيق الشركات لأرباح مالية جيدة للعام ٢٠٠٠، وزيادة تدفُّق السيولة في الاقتصاد والسوق حيث شهد المعروض النقدي (ن٢) زيادةً نســبتها ٧,٥٪ في ٢٠٠١ مقارنةً مع عام ٢٠٠٠. كما ســاهم استبدال النظام الإلكتروني للســوق وبداية تطبيق نظام تداول منذ بداية أكتوبر ٢٠٠١ في تحسُّن تداول الأسهم خلال الربع الرابع من العام بشكل كبير.

٣-٣-٢. أداء السوق خلال عام ٢٠٠٢:

في عام ٢٠٠٢ واصلت المؤشرات والأرقام تزايدَها بشكل كبير وغير مسبوق في تاريخ السوق، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة ١٣٣,٨ مليار ريال بزيادة بلغت ٦٠٪ عن عام ٢٠٠١، وتضاعف

حجم الأســهم المتداولة أكثر من مرتين تقريباً، ليصل إلى ١,٧ مليار ســهم وبزيادة بلغت ١٥١٪ عن عدد الأسهم المتداولة في العام السابق، وتجاوزت الصفقات المنفَّذة حاجزَ المليون صفقة في تاريخ السوق للمرة الأولى، وسجَّلت ١,٠٣ مليون بارتفاع قدره ٧١٪ عن حجمها في عام ٢٠٠١. كما حقَّق المؤشر يوم ٢٠ مايو ٢٠٠٢ أعلى نقطة في تاريخه، حيث وصل إلى نحو ٣ آلاف نقطة، وهي قفزة لم يصل إليها المؤشر العام منذ افتتاح السوق في ١٩٨٥. ويُوضِّح الجدول رقم (٣-٨) مقارنة لأهم مؤشرات السوق الرئيسية بين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٢.

جدول (٣-٨)

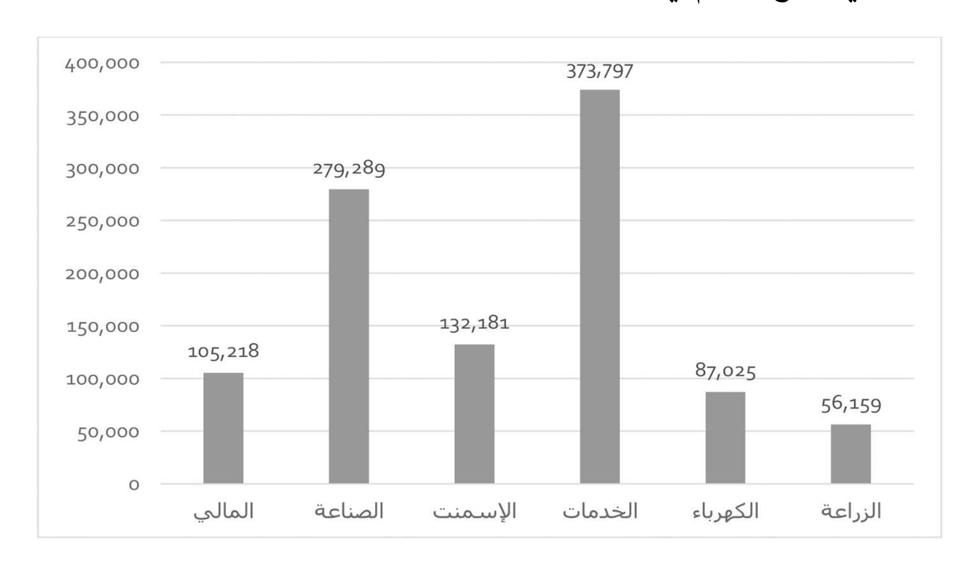
مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية خلال العامين ٢٠٠١ و٢٠٠٢

	٢٠٠١	٢٠٠٢	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٢٤٣٠	٢٥١٨	٤ ↑
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٨٣,٦	١٣٣,٨	٦٠ ↑
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	,٦٩١	١,٧	١٥١ ↑
عدد الصفقات المنفَّذة	٦٠٥ ألف	١,٠٣ مليون	٧١ ↑
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليون ريال)	٢٧٨,٦٧	٤٤١,٥٤	٥٨ ↑

وكان مما ســاعد في نمو الســوق خلال ٢٠٠٢ إضافةً إلى التداول الإلكتروني عبر الإنترنت زيادة اهتمام المســتثمرين بالســوق، وطرح ودمج شركات كبيرة في الســوق؛ فقد تمَّ دمج شركات الكهرباء العشر في شركة واحدة، وأعلنت أنها ســتوزع لملاكها ٨٩ ســهماً مقابل كل ١٠٠ ســهم بالإضافة إلى ٤ ريــالات توزيعات نقدية. كما أُعلِن عــن طرح شركة الاتصالات الســعودية للاكتتاب في نهاية عام ٢٠٠٢، وهي إحدى أكبر الطروحات التي شهدها السوق السعودي[٦٠]، إضافة إلى عودة سهم سابك القائدة في السوق إلى تحقيق أرباح جيدة وإعلان الشركــة عــن تملُّكها لقطاع البتروكيماويــات في شركة دي إس إم الهولنديــة العريقة مقابل صفقة بلغت ٧,٤ مليارات ريال. كما تمَّ خلال ٢٠٠٢ ضمُّ الســوق الســعودي إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات (World Federation of Exchanges)، وهو ما يعطي الســوق السعودية أهميةً ومكانة بين البورصات العالمية.

(٦٠) تم طرح ٩٠ مليون سهم من الأسهم التي تملكها الحكومة في الشركة، وتمَّ تخصيص ٦٠ مليون سهم لاكتتاب المواطنين بسعر ١٧٠ ريالاً للسهم الواحد، في حين تمَّ تخصيص ٣٠ مليون سهم لاكتتاب صندوقي التقاعد والتأمينات الاجتماعية.

وفيما يخصُّ أداء القطاعات الفرعية في الســوق، وكما يتضح من الشــكل رقم (٣-١٦)، فقد كان قطاع الخدمات هو الأكثر استحواذاً على الصفقات المنفَّذة في السوق بـ ٣٧٣,٧٩٧ صفقة، وهو ما نســبته ٣٦,٢ ٪ من إجمالي الصفقات المنفَّذة، كما كانت أســهم هذا القطاع هــي الأكــثر قيمةً في عام ٢٠٠٢ بمبلغ قــدره ٣٣,٧ مليار ريال، وهو ما يُشــكِّل ربع الأموال المتداولة في جميع الأسهم في ٢٠٠٢.



شكل (٣-١٦): مقارنة بين القطاعات الفرعية بحسب عدد الصفقات المنفَّذة في عام ٢٠٠٢

كــما اســتحوذ قطاع الصناعة عــلى ٢٧٩,٢ ألف صفقة وهو ما نســبته ٢٧٪ من عدد الصفقات الكلية في الســوق في عام ٢٠٠٢، وحلَّ القطاع في المرتبة الثانية أيضاً في الاستحواذ على الســيولة المتداولة في السوق بعد قطاع الخدمات، وتمَّ تداول ٣٢,٥ مليار ريال وهو ما نسبته ٢٤,٣٪ من إجمالي السيولة المتداولة. ويُلاحظ أنه مع بداية الألفية الجديدة تحوَّلت الســيولة وأحجام التداولات بشــكل واضح نحــو هذين القطاعين (الخدمــات والصناعة)، بعكس تداولات التسعينيات حتى حلول الألفية، حيث كان قطاع المصارف هو المهيمن على النسبة العليا من السيولة المتداولة في السوق.

٣-٣-٣. أداء السوق في عام ٢٠٠٣:

في عام ٢٠٠٣ صدرَ مرســوم ملكي بنظام الســوق المالية وإنشاء هيئة سوق المال لتكون المسؤولة عن الإشراف على السوق، لتنتقل إدارة السوق من مؤسسة النقد العربي السعودي (ســاما) إلى هيئة ســوق المال بعد ١٨ عاماً من إشراف ومراقبة مؤسسة النقد على السوق. كما شهدت بداية العام إدراج شركة الاتصالات السعودية في السوق في يوم ٢٥ يناير ٢٠٠٣، وأضيف بالتالي للمؤشرات الفرعية مؤشر قطاعي جديد هو قطاع الاتصالات.

وفيما يتعلق بتداولات الســوق، وكما يتضح من الجدول رقم (٣-٩)، فقد سجلت جميع المؤشرات نمواً كبيراً جداً، وارتفع المؤشر العام للسوق بفارق بلغ ٧٦,٢٪ في ٢٠٠٣ عن قيمته في ٢٠٠٢، حيــث أُغلق المؤشر العام على ٤٤٣٧,٥٨ نقطــة مقارنةً بإغلاق مقداره ٢٥١٨,٠٨ نقطة بنهاية ٢٠٠٢.

جدول (٣-٩)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية خلال العامين ٢٠٠٢ و٢٠٠٣

	٢٠٠٢	٢٠٠٣	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٢٥١٨	٤٤٣٧,٥٨	↑ ٧٦,٢
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	١٣٣,٨	٥٩٦,٥	↑ ٣٤٦
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	١,٧	٥,٦	↑ ٢٢١
عدد الصفقات المنفذة (مليون)*	١,٠٣	٣,٨	↑ ٢٦٤
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليون)	٤٤١,٥٤ (مليون)	١,٩ (مليار**)	↑ ٣٥٠

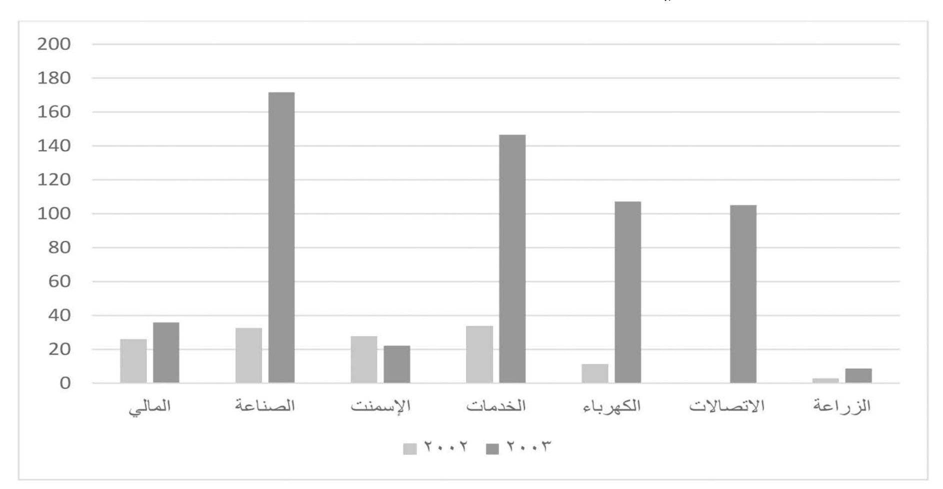
* لاحــظ المقارنــة بين الصفقات أصبحت بالمليون بدلاً من مئة ألف. ** لاحظ أنه من عام ٢٠٠٣ أصبح المتوســط اليومي بالمليار ريال بدلاً من المليون ريال.

وكما يتضح من الجدول، فقد كانت الفوارق بين عامي ٢٠٠٢ و٢٠٠٣ بنســب كبيرة جداً جــاوزت ٢٠٠ و٣٠٠٪ لصالح عام ٢٠٠٣، كما تجاوزت قيمة الأســهم المتداولة ما يزيد على نصف تريليون ريال للمرة الأولى في تاريخ ســوق الأســهم في السعودية. وكان إدراج شركة الاتصالات الســعودية في الســوق حدثاً كبيراً للســوق في ٢٠٠٣، حيث بلغ حجمها السوقي

١٢٧ مليار ريال، وسُـجِّلت كأكبر شركة في السوق بما نسبته ٢١٪ من حجم السوق الإجمالي، تلتها سابك وشكلت ١٧٪ من السوق، ثم شركة الكهرباء السعودية وبلغ حجمها من السوق الإجمالي ما نسبته ١٤٪.

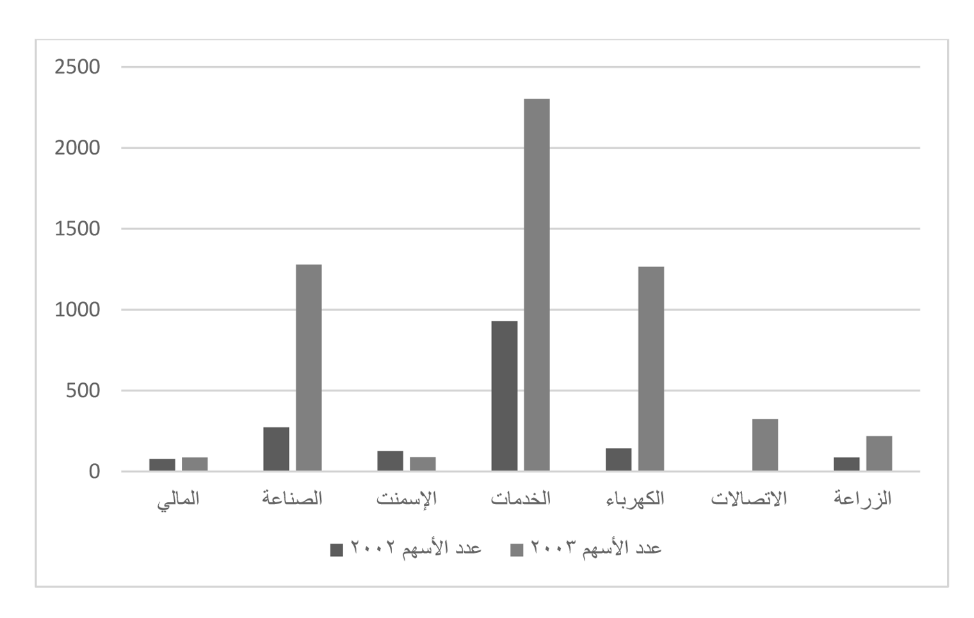
ويُعزى النمو الكبير جداً لمؤشرات السـوق في ٢٠٠٣ إضافةً لما تمَّ ذكره عن إنشـاء هيئة السـوق وإدراج شركة الاتصالات السـعودية، إلى ارتفاع أسعار النفط لأعلى معدلاتها خلال العشرين عاماً الأخيرة، وكذلك عودة جزء من السيولة المهاجرة إلى التداول في السوق، حيث ارتفع المعروض النقدي (ن٢) بنسـبة بلغت ١٢٪ في ٢٠٠٣ عنها في عام ٢٠٠٢ (وهو ارتفاع جـاوز النمو الطبيعي الذي راوح بين ٦ و٧٪ خلال السـنوات الخمـس الماضية)، إضافةً إلى إعـلان الشركات لأرباح ربعية كبيرة خلال هذا العام، وكذلك الأرباح السـنوية الكبيرة التي تحققت بنهاية العام[٦١].

وأما فيـما يتعلق بأداء القطاعات الفرعية في السـوق، فيوضح الشـكلان رقما (٣-١٧) و(٣-١٨) مقارنةَ التداولات في القطاعات الفرعية من حيث حجم السـيولة، وعدد الأسـهم المتداولة في كل قطاع فرعي.



شكل (٣-١٧): مقارنة السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين ٢٠٠٢ و٢٠٠٣ (مليار ريال)

(٦١) على سبيل المثال، لارتفاع أرباح الشركات، فقد حقَّقت سابك أرباحاً بنهاية ٢٠٠٣ بلغت ٦,٧ مليارات ريال، بنسبة زيادة قدرها ١٣٦٪ عن أرباحها في ٢٠٠٢.



شكل (٣-١٨): مقارنة عدد الأسهم المتداولة في القطاعات بين ٢٠٠٢ و٢٠٠٣ (مليون سهم)

وكما يتضح من الشكلين البيانيين السابقين، فقد كان قطاع الصناعة هو الأكبر حجماً من حيث القيمة المتداولة؛ ويعود ذلك للنمو القوي لشركتي سابك وسافكو، حيث ارتفعت قيمة أسهمهما بنسبة ٢٤٣ و١٩١٪ على التوالي مدفوعة بتحسُّن أرباحهما، تلاه قطاع الخدمات الذي كانت أربعٌ من شركاته(وهي: الرياض للتعمير، المواشي المكيرش، النقل الجماعي، والنقل البحري) ضمن الشركات العشر الأكثر تداولاً في السوق خلال عام ٢٠٠٣، وهو ما جعله القطاع الأول من حيث كمية الأسهم المتداولة. وأما أداء الشركات فقد كان أداء شركة الكهرباء السعودية هو الأفضل سواءً من حيث حجم الصفقات المنفَّذة أو من حيث عدد الأسهم المتداولة أو قيمة الأسهم، ويعود السبب في ذلك إلى عودة الشركة لتوزيع الأرباح بعد توقُّف سبع سنوات عن التوزيع، وتوزيع أسهم مجانية للمساهمين في الشركة عوضاً عن رسم الكهرباء الذي تم تجميعه سابقاً من قِبل وزارة المالية، وتنازُل الدولة عن حصتها من الأرباح في الشركة للمساهمين، وهذا الأداء للشركة جعل قطاع الكهرباء يأتي ثالثاً من حيث حجم الأموال المتداولة أو من حيث كمية الأسهم بعد قطاعي الصناعة والخدمات.

٣-٣-٤. أداء السوق في عام ٢٠٠٤:

في ٢٠٠٤ بدأت هيئة السوق المالية العمل في السوق، وأصدرت ثلاث لوائح مهمة، هي: لائحة سلوكيات السوق، ولائحة طرح الأوراق المالية، ولائحة التسجيل والإدراج، كما بدأت بإصدار كتب تثقيفية وعَقْد ندوات وورش عمل لتوعية المستثمرين وتعريفهم بالاستثمار في السوق.

وفيما يتعلق بأداء السوق في عام ٢٠٠٤ مقارنة مع عام ٢٠٠٣، وبحسب الجدول رقم (٣-١٠)، يتضح أن السوق حقَّقت نمواً كبيراً في جميع مؤشراتها، فقد زاد عدد الصفقات المنفذة بـ ٢٥٤٪ عنها في ٢٠٠٣، وتجاوزت قيمة الأسهم المتداولة حاجزَ التريليون ريال للمرة الأولى في تاريخ السوق، وتم تداول ضعف عدد الأسهم التي تمَّ تداولها في عام ٢٠٠٣، وهذا بدوره انعكس على المؤشر العام للسوق (تاسي)، الذي أغلق عام ٢٠٠٤ مُسجِّلاً ٨٢٠٦ نقاط بزيادة قدرها ٨٥٪ عن إغلاقه بنهاية ٢٠٠٣ (أغلق عند ٤٤٣٧ نقطة).

جدول (٣-١٠)

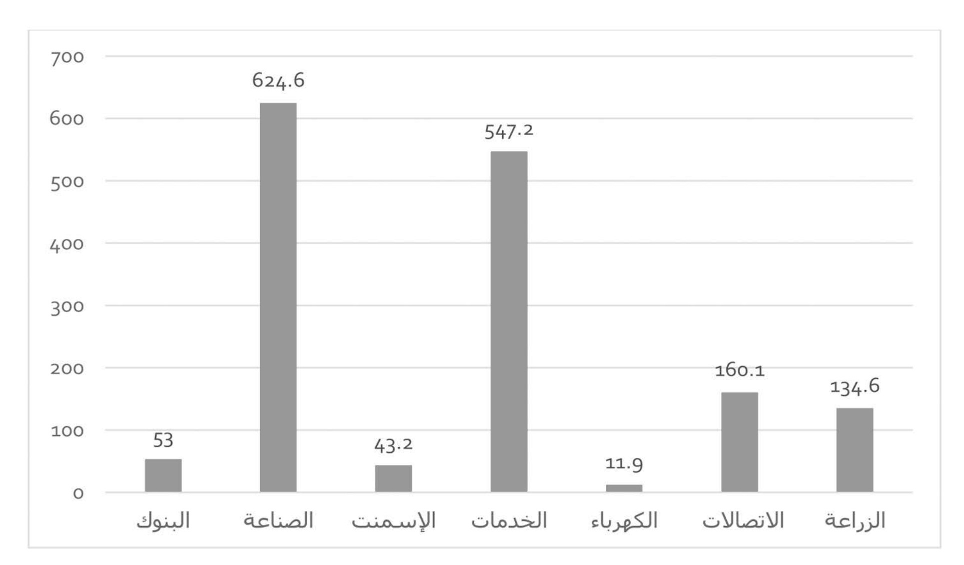
مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية خلال العامين ٢٠٠٣ و٢٠٠٤

	٢٠٠٣	٢٠٠٤	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٤٤٣٧,٥٨	٨٢٠٦	٨٥ ↑
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٥٩٦,٥	١٧٧٣	١٩٧ ↑
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	٥,٦	١٠,٣	٤٩ ↑
عدد الصفقات المنفَّذة (مليون)	٣,٨	١٣,٣	٢٥٤ ↑
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	١,٩	٥,٩	١٩٧ ↑

ويُعزى الأداء القوي للسوق خلال عام ٢٠٠٤ إلى تحسُّن أرباح الشركات الكبيرة والقيادية التي حققتها بنهاية ٢٠٠٣، وكذلك الأرباح الفصلية في ٢٠٠٤، إضافةً إلى استمرار ارتفاع أسعار النفط ووصولها إلى مستويات قياسية قاربت ٦٠ دولاراً للبرميل للمرة الأولى في تاريخها، وعدم تأثير الحرب التي شنتها أمريكا على العراق في ٢٠٠٣ على الاقتصاد السعودي، إضافةً إلى إدراج شركات كبيرة في السوق حيث أُدرجت خلال العام المجموعة السعودية للاستثمار

والصحراء للبتروكيماويات في قطاع الصناعة، كما أُدرجت شركة اتحاد اتصالات «موبايلي» في قطاع الاتصالات، وهي شركة كبيرة تُشكِّل ٣,٣ من حجم القطاع، ونال الاكتتاب عليها إقبالاً كبيراً، حيث تجاوز عدد المكتتبين ٤,٢ ملايين مكتتب، وتمت تغطية الاكتتاب ٥١ مرة كأعلى عملية اكتتاب تشهدها السوق المالية حتى تاريخ هذا الكتاب.

وفيما يتعلق بأداء القطاعات الفرعية في الســوق، فكما يتضح من الشكل رقم(٣-١٩)، فقد استأثر قطاعا الصناعة والخدمات بالحصة الكبرى من الأموال المتداولة في السوق بنسبة بلغت ٣٥,٢ و٣٠,٨٪ على التوالي. واحتلت شركة الكهرباء السعودية للعام الثاني على التوالي الشركة الأكثر نشــاطاً في عام ٢٠٠٤ ســواءً من حيث عدد الصفقات المنفَّذة أو عدد الأسهم المتداولة أو القيمة المتداولة، تبعها من حيث قيمة التداول شركة الاتصالات الســعودية ثم شركة سابك.



شكل (٣-١٩): حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية في عام ٢٠٠٤ (مليار ريال)

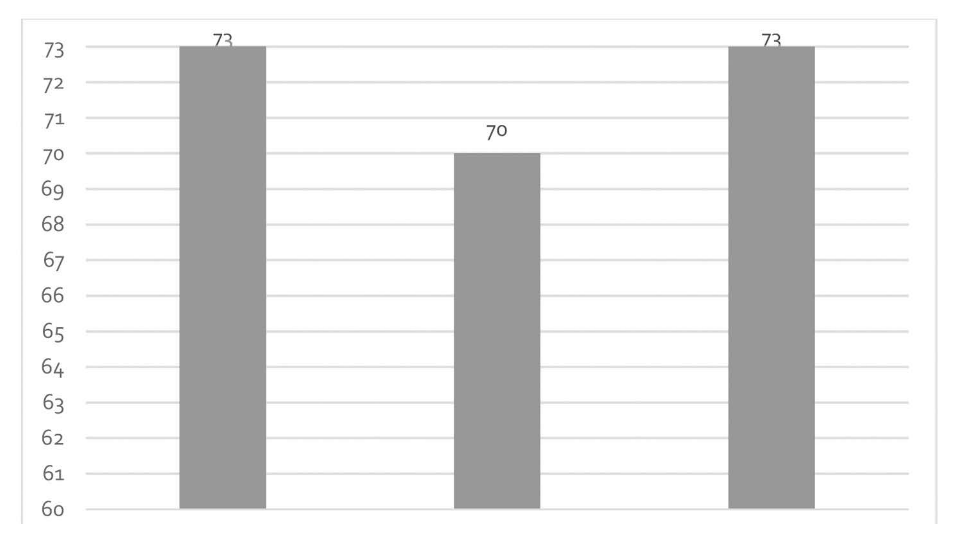
ويوضح الجدول رقم (٣-١١) أكثر ثلاث شركات نشــاطاً في الســوق خلال عام ٢٠٠٤ من حيث عدد الصفقات وكمية الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة. ويدل استحواذ شركات صغيرة على العدد الأكبر من عدد الصفقات وعدد الأســهم المتداولة على كبر حجم المضاربة التي سادت في السوق السعودية خلال فترات الطفرة التي شهدتها في بداية الألفية الجديدة.

جدول(٣-١١)

الشركات الأكثر نشاطاً في السوق في ٢٠٠٤ من حيث عدد الصفقات وكمية الأسهم وقيمة الأسهم

عدد الصفقات (مليون)			الأسهم المتداولة (مليون)			قيمة الأسهم (مليار)	
الكهرباء	١,١٦١		الكهرباء	١,٥٥٧		الكهرباء	٢١١
المواشي المكيرش	١,٠٩٢		المواشي المكيرش	١,٣٥٦		الاتصالات	١٥٧
صدق	٠,٥٧٨,٧		البحري	٠,٦٨٠,٨		سابك	١٢٥,٢

وفيما يتعلق بعدد الشركات المساهمة المدرَجة في سوق الأسهم، فيوضِّح الشكل رقم (٣-٢٠) عدد الشركات المدرجة خلال الأعوام ٢٠٠٢-٢٠٠٤.



شكل (٣-٢٠): عدد الشركات المدرَجة في السوق خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٤

ويُلاحظ من الشكل البياني انخفاض عدد الشركات المساهمة في عام ٢٠٠٣ حيث تم دمج خمس شركات كهرباء في شركة واحدة؛ وهو ما أدى إلى نقص عدد الشركات المدرجة في السوق رغم طرح شركة الاتصالات السعودية كما ذكرنا سابقاً، إضافةً لشركة جرير في ذلك العام.

٣-٣-٥. أداء السوق في عام ٢٠٠٥:

في عام ٢٠٠٥، حققت مؤشرات السوق جميعها بلا استثناء قفزاتٍ كبيرةً جداً، فالمؤشر العام (تاسي) أقفل هذا العام على ١٦٧١٢ نقطة، محققاً نمواً بلغت نسبته ١٠٤٪ مقارنة مع عام ٢٠٠٤ [٦٢]. والسيولة المتداولة زادت بأكثر من الضعف حسبما يوضِّح الجدول رقم (٣-١٢) التالي.

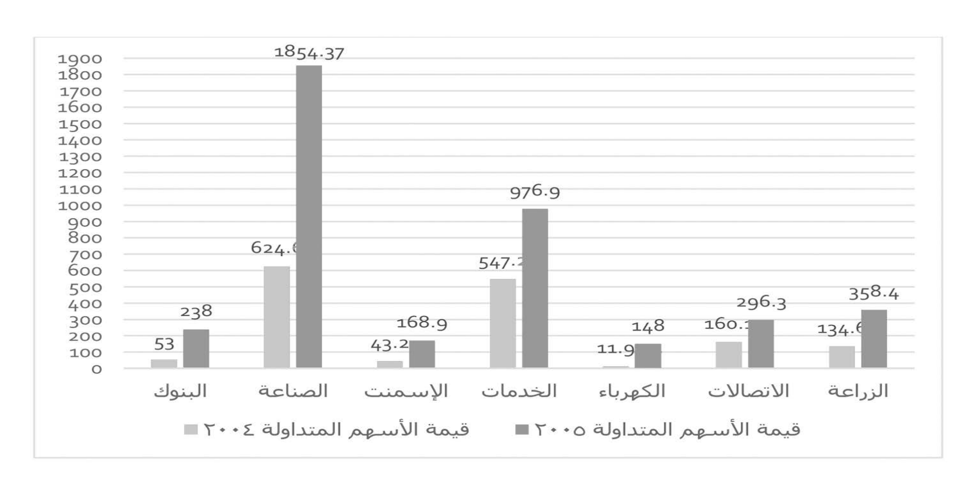
جدول (٣-١٢)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية خلال العامين ٢٠٠٤ و ٢٠٠٥

	٢٠٠٤	٢٠٠٥	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٨٢٠٦	١٦٧١٢	١٠٤ ↑
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	١٧٧٣	٤١٣٩	١٣٣,٣ ↑
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	١٠,٣	١٢,٣	١٩,٢ ↑
عدد الصفقات المنفذة (مليون)	١٣,٣	٤٦,٦	٢٥٠ ↑
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	٥,٩	١٣,٨	١٣٤ ↑

وبدورها حقَّقت المؤشرات القطاعية الفرعية نمواً كبيراً في ٢٠٠٥ عنها في ٢٠٠٤، ويُوضِّح الشكل رقم (٣-٢١) مقارنة نمو القطاعات الفرعية بين ٢٠٠٥ والعام السابق له من حيث قيمة الأسهم المتداولة.

(٦٢) حقَّق المؤشر العام نمواً تراكمياً بلغ ٥٦٣٪ خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٥.



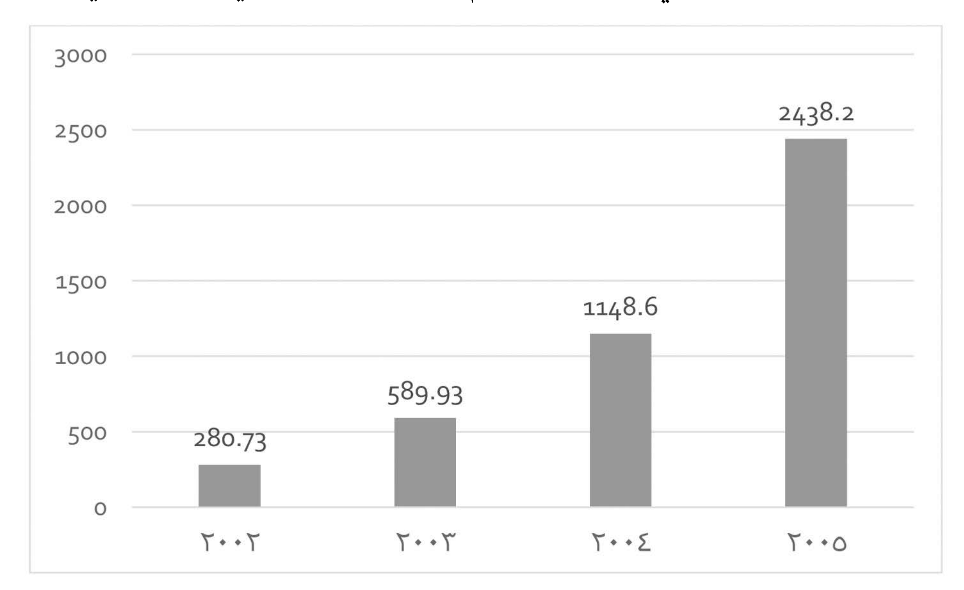
شكل (٣-٢١): مقارنة حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين ٢٠٠٤ و٢٠٠٥ (مليار ريال)

وكما يتضح من الشكل، فقد جاوز المؤشر الفرعي لقطاع الصناعة حاجزَ التريليون ريال واقترب من حاجز التريليوني ريال، وهذا يحصل للمرة الأولى في تاريخ السوق. وشكَّلت قيمة الأسهم المتداولة في القطاع ما يصل إلى ٤٥٪ من إجمالي القيمة التي تمَّ تداولها في السوق في عام ٢٠٠٥، تلاه قطاع الخدمات باستحواذه على ما نسبته ٢٣٫٦٪ من إجمالي المبالغ المتداولة في السوق، ولا يمكن إغفال الإشارة إلى نمو السيولة المتداولة في قطاع الزراعة رغم أن شركات هذا القطاع تُصنَّف ضمن الشركات الصغيرة ومحدودة الربحية؛ وهو ما يعني كبر حجم المضاربة في السوق خلال عام ٢٠٠٥.

وتُعزى الارتفاعات الكبيرة في مؤشرات السوق في ٢٠٠٥ إلى عوامل عديدة، أبرزها: نمو الناتج المحلي الإجمالي بمعدل بلغ ٦٫٥٪، وارتفاع أسعار النفط بمعدل نمو بلغ ٣٦٪ في عام ٢٠٠٥ مقارنة مع ٢٠٠٤، إضافةً إلى ارتفاع مستوى السيولة حيث زادت (ن٢) خلال عام ٢٠٠٥ بنسبة ٩٪ عنها في ٢٠٠٤، وارتفاع أرباح الشركات بشكل كبير بلغ في المتوسط ٤٥٪ بين العامين، كما تم طرح شركات كبيرة في ٢٠٠٥، مثل: التعاونية للتأمين، وبنك البلاد، وشركة المراعي، والشركة السعودية لمنتجات الألبان والأغذية (سدافكو)؛ إضافة لكبر حجم المضاربة في السوق حيث بلغ مكرر ربحية السوق ٤٠ مكرراً، وهو رقم كبير مقارنة بمكرر قدره ١٥ مكرراً للأسواق الناشئة[٦٣].

(٦٣) يتم الحصول على مكرر الربحية (P/E) بقسمة سعر السهم على العائد السنوي الموزَّع على السهم، فلو كان سعر السهم ٣٠ ريالاً والعائد ريالين فإن مكرر الربحية يساوي ١٥ مرة.

ومع هذا النمو الكبير في كل مؤشرات ســوق الأســهم، كما أشرنا وكما يتضح من الشــكل البياني رقم (٣-٢٢)، فقد ارتفعت رســملة السوق خلال الأعوام ٢٠٠٢-٢٠٠٥ بنسب ضخمة، حيث حققت رســملة الســوق نمواً بلــغ ١١٠٪ بين عامي ٢٠٠٢ و٢٠٠٣، ثم قفزت رســملة السوق بمعدل ٩٤٪ بين عامي ٢٠٠٣ و٢٠٠٤، ثم قفزت بمعدل ١١٢٪ في ٢٠٠٥ عنها في ٢٠٠٤.



شكل (٣ - ٢٢): تطوُّر رسملة السوق خلال الفترة ٢٠٠٢ - ٢٠٠٥ (مليار ريال)

٣-٣-٦. أداء السوق في عام ٢٠٠٦:

عام ٢٠٠٦ كان عاماً اســتثنائياً لســوق الأسهم السعودية، فقد بدأ العام والأسهم تواصل صعودَهــا وارتفاع مؤشراتها، حيث ســجَّل المؤشر العام (تاسي) أعلى مســتوياته في تاريخه عند ٢٠,٦٣٥ نقطة في ٢٥ فبراير ٢٠٠٦، إلا أنَّ يوم ٢٦ فبراير ٢٠٠٦ كان يوماً استثنائيًّا بحق بالنســبة للسوق وللمستثمرين فيه، ففي هذا اليوم انفجرت الفقاعة في السوق، وكان قرار هيئة ســوق المال بتخفيض نســبة التذبذب اليومي في أسعار الأسهم من ١٠٪ إلى ٥٪ فقط، والذي بدأ تطبيقه في ذلك اليوم - هو القشة التي أدت لإشعال شرارة الفقاعة.

بدأت ملامح انفجار الفقاعة بزيادة المعروض من الأسهم على النسبة الدنيا المسموح بها عند ٥٪، ولكن هذه العروض لم يقابلها طلبات للشراء، وشـــهد المؤشر العام تراجعاً بالنسبة القصوى بنســـبة ٥٪، مقارنة بإغلاق اليوم الذي ســـبقه، وتراجَع مؤشر الســـوق بنحو ١٠٠٠ نقطة في يوم واحد، وانخفَض من مستوى ٢٠٦٣٥ نقطة إلى ١٩٦٥٤,٦٨ نقطة.

وانتـــشر الذعر أو ما يُســـمَّى «Market panic» في الســـوق، وبـــدأ الجميع (وخصوصاً المضاربين) يعرضون كلَّ ما يملكون من أســـهم على النســـب الدنيا المســـموح بها، وتراكمت العروض بالملايين في مقابل صفر طلبات على الشراء، واستمر هذا الوضع نحو أسبوعين (من ٢٦ فبراير حتى ١١ مارس)، والســـوق يفتح كل يوم على النســـبة الدنيا ولا تنفيذ ولا طلبات تُقابـــل العروض التي بـــدأت تتضخم وتزيد بين الثانية والدقيقة، ولم تتدخل هيئة الســـوق بشيء سوى تصريحات مُقتضَبة تؤكِّد أنَّ ما يحصل أمر طبيعي.

الانخفاضات المتتالية في الســـوق خلال أســـبوعين متواصلـــين وفَقْدها لما يصل إلى ٢٨٪ من قيمتها خلال فترة أســـبوعين، دعت لتحرُّك الحكومة السعودية، وانعقد اجتماع المجلس الاقتصادي الأعلى برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز، رحمه الله، في ١٥ مارس ٢٠٠٦ لبحث وضع السوق والفقاعة التي ضربته، وصدر عن المجلس بيان أُعلن فيه الســـماح للمقيمين من غير السعوديين بالاســـتثمار بشكل مباشر في سوق الأسهم وعدم قصر استثماراتهم على صناديق الاستثمار فقط، كما أُعلِن عن تجزئة الأسهم، وذلك بتخفيض القيمة الاسمية للأسهم من ٥٠ ريالاً إلى ١٠ ريالات للسهم الواحد.

وعـــلى الرغم من أن تدخُّل الحكومة وبيـــان المجلس الاقتصادي الأعلى أعاد بعض الثقة للســـوق، إلا أنها كانت ثقة مؤقتة، إذ سرعان ما عادت الســـوق للنزيف والانخفاض المتوالي لمؤشراتهـــا، فبحلول يوم الخميس ١١ مايو - على ســـبيل المثـــال - فقَد المؤشر العام أكثرَ من نصف قيمته التي سجلها في يوم ٢٥ فبراير، وأغلق على ١٠٠٤٦ نقطة فاقداً ما يربو على ٥١٪ من قيمته قبل يوم من حدوث الفقاعة، وهو ما دعا إلى عزل رئيس هيئة سوق المال الأستاذ جماز الســـحيمي وتكليف الدكتور عبد الرحمن التويجري الأمين العام للمجلس الاقتصادي الأعلى آنذاك برئاسة الهيئة[٦٤].

(٦٤) أُلغي المجلس لاحقاً، وتمَّ استبداله بمجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية في عام ٢٠١٥.

ولم تُسفر الإجراءات والتجزئة وتغيير رئيس الهيئة عن تغيير كبير في مجريات السوق، فالفقاعة أفقدت المتداولين الثقةَ في السوق، واستمرت المؤشرات في الانخفاض المتوالي لبقية العام، وسجَّل مؤشر السوق - على سبيل المثال - أدنى مستوياته خلال العام عند ٧٦٦٦ نقطة فقط في يوم ٣ ديسمبر ٢٠٠٦، وهو مستوى انخفاض بحوالي ٦٣٪ من قيمته قبل يوم من انفجار الفقاعة يوم السبت ٢٦ فبراير. وكما يتضح من الجدول رقم (٣-١٣)، فقد زاد عدد الأسهم المتداولة بنسبة ٣٤٣٪؛ وهذا يعود لتجزئة القيمة الاسمية للأسهم وتخفيضها من ٥٠ ريالاً إلى ١٠ ريالات، وهو الإجراء الذي اتخذته هيئة سوق المال بعد الفقاعة مباشرة، وتمَّ العمل به من شهر إبريل ٢٠٠٦. كما يُلاحظ من الجدول ارتفاع قيمة التداولات خلال ٢٠٠٦ بنسبة ٢٧٪ عنها في ٢٠٠٥، ولكن بالعودة لكميات وأحجام التداولات يُلاحظ أن معظمها كانت في النصف الأول من العام حيث احتفظت السوق بنشاطها المضاربي رغم انفجار الفقاعة، ولكن هذا النشاط بدأ في الانخفاض حيث شهدت التداولات انخفاضاتٍ كبيرةً في النصف الثاني من عام ٢٠٠٦ (مجموعة بخيت الاستثمارية، ٢٠٠٧).

جدول (٣-١٣)

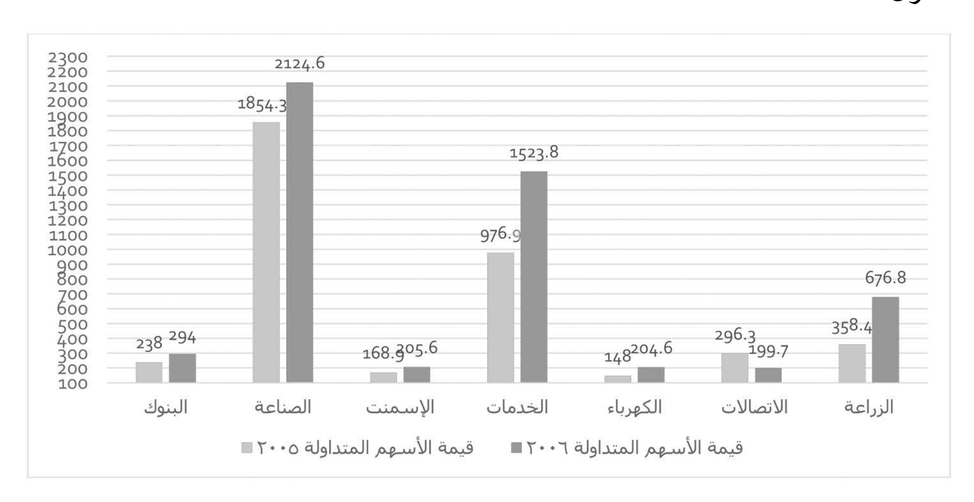
مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية خلال العامين ٢٠٠٥ و٢٠٠٦

	٢٠٠٥	٢٠٠٦	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	١٦٧١٢	٧٩٣٣	↓٥٢,٥٣
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٤١٣٩	٥٢٦١	↑ ٢٧
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	١٢,٣	٧٣,٤*	↑ ٣٤٣
عدد الصفقات المنفذة (مليون)	٤٦,٦	٩٦,١	↑ ١٠٦
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	١٣,٨	١٩,٩	↑ ٤٣,٤

* تم تعديلها حسب التجزئة وتخفيض قيمة السهم من ٥٠ ريالاً إلى ١٠ ريالات لتشمل عام ٢٠٠٦ كله.

كما تم خلال هذا العام إلغاء تداولات يوم الخميس، واقتصر التداول على ٥ أيام عمل بدءاً من يوم ١٥ / ٦/٢٠٠٦، كما أصدرت الهيئة قراراً بتغيير ساعات التداول في السوق وقصرها على فترة واحدة بدلاً من فترتين، وأصبحت فترة التداول الجديدة من الحادية عشرة صباحاً حتى الثالثة والنصف عصراً، وهو ما بدأت الهيئة في تطبيقه بدايةً من تداولات يوم ٢٨ أكتوبر ٢٠٠٦.

وفيما يتعلق بــأداء المؤشرات القطاعية الفرعية، وكما يتضح من الشــكل رقم (٣-٢٣)، فقــد جاوزت قيمة التداولات في قطاع الصناعة حاجزَ التريليوني ريال، في حين جاوزت قيمة تداولات قطاع الخدمات حاجزَ التريليون ريال للمرة الأولى في تاريخها، ويشــكِّل القطاعان مجتمعين ٧٠٪ من حجم التداولات في الســوق إجمالاً، كما يُلاحظ تضاعف قيمة التداولات في قطاع الزراعة، والتي شكلت بدورها حوالي ١٢٪ من إجمالي قيمة التداولات التي شهدتها السوق خلال ٢٠٠٦.



شكل (٣-٢٣): مقارنة حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٦ (مليار ريال)

وفيما يتعلق بعدد الشركات المدرَجة في الســوق، فقد تمَّ الاكتتاب في ١١ شركة جديدة في السوق في عام ٢٠٠٦، وهي: ينساب، الدريس، الأبحاث والتسويق، صناعة الورق، إعمار الاقتصاديــة، البحر الأحمر، ســبكيم، البابطين، الحكير، العبد اللطيــف، البولي بروبلين، وتم إدراج التســع الأوليات منها في التداول خلال هذا العام، في حين تم تداول أســهم الشركتين الأخيرتين في بداية ٢٠٠٧.

وبهذا العدد المذكور من الشركات الجديدة، فقد ارتفع عدد الشركات المساهمة المدرَجة في السوق إلى ٨٦ شركة.

٣-٣-٧. أبرز الملاحظات على أداء السوق خلال الفترة الثانية:

لعل أبرز الملاحظات خلال الفترة الثانية تتمثل فيما يلي:

١- حقَّقت جميع مؤشرات السوق نمواً كبيراً وغير مسبوقٍ خلال الفترة ٢٠٠١ حتى نهاية ٢٠٠٥، حيث جاوز نمو المؤشر العام (تاسي) ٥٨٠٪، في مقابل انخفاض بلغ ٥٢٪ فقط بنهاية ٢٠٠٦.

٢- ارتفعت السيولة المتداولة في السوق من ٦٥,٣ مليار ريال فقط بنهاية عام ٢٠٠٠ إلى ٥٢٦١ مليار ريال بنهاية ٢٠٠٦، وبنسبة نمو قاربت ٨٠٠٪.

٣- لم يواكب النموَّ الكبيرَ في السيولة وفي عدد المتداولين نموٌّ مماثلٌ في طرح الشركات المساهمة، فقد بدأ السوقُ عام ٢٠٠١ بعدد ٧٥ شركة مساهمة فقط، وأنهى العام ٢٠٠٦ وعدد الشركات المساهمة لا يزيد عن ٨٦ شركة فقط.

٤- استمرت الصناديق الحكومية وشبه الحكومية في تملُّك عدد كبير من الشركات الكبيرة، وهو ما قلَّص نسبة الأسهم المتاحة فعلاً للتداول، وكان كثيرٌ منها شركات صغيرة؛ وهو ما عزَّز المضاربةَ الكبيرة على أسهم الشركات الصغيرة.

٥- لم يتم إدخال إستراتيجيات جديدة في التداول خلال الفترة الثانية، حيث استمر التداول مقتصراً على البيع والشراء الفوري، ولم يُستخدم أيٌّ من بيوع المشتقات، كما استمرت تسوية الصفقات فوريةً (T+0)، بعكس ما هو مُستخدَم في الأسواق المتقدمة حيث تكون التسوية لاحقةً بيوم أو يومين (T+2).

٦- تأخُّر التدخُّل الحكومي في السوق حين انفجرت الفقاعة، ولم يتم التدخل إلا بعد مُضي أسبوعين وكانت السوق تفقد خلال هذين الأسبوعين نسباً بالحد الأعلى، ولم يتم إيقاف التداول ولا إعلان أي تدخلات للحد من تأثير الفقاعة، وخصوصاً في بدايات انفجارها.

٧- بعد تدخُّل الحكومة وتغيير رئيس هيئة السوق المالية والسماح للأجانب المقيمين في المملكة بالاستثمار المباشر في السوق، عادت بعض الحيوية للسوق، ولكن الجميع أيقن أن الارتفاعات الكبيرة ولَّى زمنُها إلى غير رجعة بعد انفجار الفقاعة، وهو ما سيتضح بشكل أكبر خلال المرحلة الثالثة في الجزء التالي من الكتاب.

٨- كان مكـــرر الربحية مرتفعاً بشـــكل كبير مقارنةً بحجمه في أســـواق المال العالمية، إلا أن ارتفاع مكرر الربحية عاماً بعد آخر لم يمنع أو يُوقِف ارتفاعات الأسعار، ولم يُهذِّب سلوك المضاربة الذي كان سائداً خلال هذه الفترة.

٩- ســـادت المضاربة الكبيرة على ســـلوك المتداولين، فعلى سبيل المثال: كانت شركة المواشي المكيرش هي الأولى من حيث عدد الصفقات وعدد الأســـهم المتداولة في ٢٠٠٢، والثالثة في ٢٠٠٣، والثانية في ٢٠٠٤؛ وهذا دليل المضاربة الكبيرة في السوق، وتدوير أسهم الشركة بين المضارِبين بشكل مبالغ فيه.

١٠- نالت الاكتتابات الجديدة التي شهدتها السوق خلال هذه الفترة تغطيات كبيرة، حيث تزاحم المكتتبون على الاكتتاب مُســـتخدِمين أسماءَهم وأسماء التابعين لهم، فعلى سبيل المثال: تجاوز عدد المكتتبين في شركة موبايلي ٤,٢ ملايين مكتتب، في حين قفز الرقم لأكثر من ٨,٧ ملايين مكتتب في بنك البلاد.

٣-٣-٨. أبرز أسباب الفقاعة وآثارها على السوق:

الرمز	اسم السهم	آخر	...	التغيير	أفضل طلب	كمية أفضل طلب	أفضل عرض	كمية أف...	إجمالي الحجم	أعلى	أدنى	الصفقات	طلب/عرض
2030	المصافي	6,271.00	↓	-330.00	0.00	0	6,271.00	3,784	9,392	6,500.00	6,271.00	927	0.62
4190	جرير	927.00	↓	-48.00	0.00	0	927.00	5,041	24,811	965.00	927.00	443	2.56
3060	س ينبع	717.00	↓	-37.00	0.00	0	717.00	5,542	109,500	751.00	717.00	728	3.84
2270	سدافكو	531.00	↓	-27.00	0.00	0	531.00	6,117	61,403	555.00	531.00	1,120	1.56
2240	الزامل للصناعة	900.00	↓	-47.00	0.00	0	900.00	7,493	11,341	960.00	900.00	162	0.38
3050	س جنوب	941.00	↓	-49.00	0.00	0	941.00	7,728	60,972	991.00	941.00	523	1.33
3080	س الشرقية	1,059.00	↓	-55.00	0.00	0	1,059.00	9,589	14,990	1,110.00	1,059.00	102	0.19
2090	الجبس	1,261.00	↓	-66.00	0.00	0	1,261.00	9,972	16,971	1,310.00	1,261.00	254	0.32
2200	أنابيب	910.00	↓	-47.00	0.00	0	910.00	16,000	16,951	930.00	910.00	145	0.35
4080	عسير	1,835.00	↓	-96.00	0.00	0	1,835.00	18,848	91,761	1,939.00	1,835.00	927	0.54
4020	العقارية	789.00	↓	-41.00	0.00	0	789.00	19,119	126,458	832.00	789.00	1,112	0.56
2040	الخزف السعودي	931.00	↓	-49.00	0.00	0	931.00	23,653	16,247	951.00	931.00	281	0.21
4140	صادرات	1,521.00	↓	-80.00	0.00	0	1,521.00	24,248	10,576	1,580.00	1,521.00	165	0.08
2260	البتروكيماويات	622.00	↓	-32.00	0.00	0	622.00	24,714	74,797	640.00	622.00	1,200	0.93
2150	زجاج	875.00	↓	-46.00	0.00	0	875.00	28,001	55,747	910.00	875.00	613	0.27
4090	طيبة	608.00	↓	-31.00	0.00	0	608.00	29,316	399,604	643.00	608.00	6,707	1.17
2160	اميانتيت	435.00	↓	-22.00	0.00	0	435.00	31,042	202,749	447.00	435.00	1,059	1.30
6050	الأسماك	624.00	↑	-32.00	0.00	0	624.00	31,595	1,522	624.00	624.00	45	0.00
3030	الأسمنت السعودي	725.00	↓	-38.00	0.00	0	725.00	33,728	40,397	765.00	725.00	379	0.07
6010	نادك	727.00	↓	-38.00	0.00	0	727.00	34,100	142,966	759.00	727.00	2,012	1.44
4070	تهامه	573.00	↑	-30.00	0.00	0	573.00	41,088	26,585	573.00	573.00	282	0.06
2250	مجموعة السعوديه	858.00	↓	-45.00	0.00	0	858.00	45,288	1,150,809	919.00	858.00	6,739	1.55
2140	الاحساء	689.00	↓	-36.00	0.00	0	689.00	45,755	54,156	697.00	689.00	343	0.09
2290	ينساب	549.00	↓	-28.00	0.00	0	549.00	59,925	532,449	569.00	549.00	20,28...	2.27
2070	دوائية	1,407.00	↓	-74.00	0.00	0	1,407.00	64,152	81,646	1,465.00	1,407.00	1,076	0.29
2220	معدنية	795.00	↑	-41.00	0.00	0	795.00	68,996	7,089	795.00	795.00	117	0.01
2190	سيسكو	573.00	↓	-30.00	0.00	0	573.00	74,043	115,345	585.00	573.00	1,674	0.33

صورة توضِّح العروض والطلبات في ســـوق الأســـهم في بداية انفجار الفقاعة يـــوم ٢٦ فبراير ٢٠٠٦، حيث يُلاحظ انخفاض الأسعار بالحد الأعلى في مقابل طلبات مقدارها صفر. المصدر: أرشيف قوقل للصور.

تحدث الفقاعة عادةً حينما ترتفع أسـعار الأسـهم فوق قيمتها الجوهرية «Intrinsic value» بشكلٍ مُغالٍ فيه، وعادةً ما يتم وَضْع بذور الفقاعات في الأسواق المالية حينما يبدأ الضخ المالي باتجاه السـوق، ويبدأ الاقتراض بغرض شراء الأسهم أو ما يُعرف بالرافعة المالية «Leverage» مصحوبـاً بزيادة عدد المتداولين في السـوق من الداخلـين الجُدد بلا خبرات اسـتثمارية سـابقة «Noise traders»، وتطغى ظاهرة سلوك القطيع «Herd behavior» على تصرفات المتداولين، وبالتأكيد هذا بعض ما حدث في سوق الأسهم السعودية خلال فترة طفرتها مع بداية الألفية الجديدة حتى انفجار الفقاعة في يوم ٢٦ فبراير ٢٠٠٦.

وبنظرة فاحصة على ما حدث في السوق يتبين لنا الآتي:

- أنَّ انفجـار الفقاعة يعود لسـلوك المضاربة وتضخُّم أسـعار الأسـهم ولا يعـود لعوامل الاقتصـاد، بـل على العكس كانت ظـروف الاقتصاد كلها إيجابية؛ فأسـعار النفط كانت في أعـلى معدلاتها خـلال ٢٠٠٦، والإنفاق الحكومي على الاقتصـاد كان في قمة ارتفاعه، وتمَّ خلال عام الفقاعة الإعلان عن إنشـاء ٥ مدن اقتصادية جديدة في المملكة، وحقَّقت الميزانية بنهاية العام الذي حدثت فيه الفقاعة فائضاً كبيراً قدره ٢٦٥ مليار ريال.
- من العوامل التي أدت لارتفاع السـوق وقادته نحو الفقاعة معدل السيولة الضخمة التي اتجهت لسـوق الأسهم نتيجة عودة بعض الأموال المهاجرة عقب أحداث ١١ سبتمبر كما أشرنا سـابقاً، وارتفاع أسعار النفط بشـكل كبير، ورفع الحكومة السعودية لمعدل إنفاقها وسدادها لديونها[٦٥].
- ارتفاع عدد الداخلين الجُدد للسوق عاماً بعد آخر خلال طفرة الأسهم، فعدد المتداولين في السوق قفز من حوالي ١٠٠ ألف متداول في ٢٠٠١ إلى ما يزيد عن ٢٠٠ ألف متداول بعد طرح شركة الاتصالات السـعودية وبداية تداول أسهمها في بداية ٢٠٠٣، ثم قفز الرقم إلى ما يزيد على ١,٥ مليون متداول خلال ٢٠٠٥.
- لم تترافق زيادة السـيولة وزيادة عدد المتداولين خلال سنوات الطفرة مع زيادة مماثلة في سعة وعمق السوق، فعدد الشركات التي طُرِحت خلال الفترة كان محدوداً، وكذلك عدد الأسهم الحرة بدوره كان محدوداً نتيجة تملُّك الصناديق الحكومية وشبه الحكومية للعدد

(٦٥) بلغ سعر نفط غرب تكساس يوم ٧ أغسطس ٢٠٠٦ أعلى قيمة في تاريخه عند ٧٧,١ دولاراً للبرميل.

الأكبر من أســهم الشركات الكبيرة ومنعها من التداول (٧٠٪ في ســابك، ٧٠٪ في الاتصالات السعودية...إلخ).

- طغت المضاربة المحمومة على ســلوك المتداولين، فخلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠٠٦، قفَز مكرر الأربــاح من ١٥,١ مكــرراً في ٢٠٠١ إلى ٢١ في ٢٠٠٢، و٢١,٧ في ٢٠٠٣، ثم ٢٧,٦ في ٢٠٠٤، ثــم ٣٩,٨ في ٢٠٠٥، وأخيراً بلغ المكرر ٥٧ مــرة قبل يوم واحد من انفجار الفقاعة، وهذه الأرقام دليلٌ على تضخُّم أسعار الأسهم مقارنةً بالمتوسط العالمي للمكرر، وهو ١٥ مكرراً.
- زادت القروض الاســتهلاكية خلال الفــترة ٢٠٠٢ - ٢٠٠٥ بأكثر من ٣٧٠ ٪، حيث ارتفعت من ٣٨,٤ مليار ريال في بداية ٢٠٠٢ ووصلت في نهاية ٢٠٠٥ إلى ١٨٠,٩ مليار ريال، وكان معظم هذه القروض يصبُّ في سوق الأسهم.
- ســيطر الاســتثمار أو التداول الفردي وليس المؤسساتي على سوق الأسهم السعودية، فعلى ســبيل المثال، شــكَّل التداول الفردي ما يزيد على ٩٠٪ من مجمل التداولات في الســوق بنهاية ٢٠٠٥ (إحصائيات تداول، ٢٠٠٥).
- ســاعدت آلية تســوية التعاملات (T+0) وليس (T+2) على تشجيع المضاربات والتدوير اليومي للأسهم بين المضاربين بشكل كبير، حتى إن بعض الشركات الصغيرة كان يتم تدوير كل أسهمها أكثر من مرة في اليوم الواحد.
- كان تأثــير انفجار الفقاعة قويــاً على شركات المضاربة الصغيرة، في حــين كان تأثيرها أقلَّ على الشركات الكبيرة التي تحقِّق وتوزع عوائد جيدة، فعلى سبيل المثال: خسرت شركات الشرقية الزراعية، بيشــة الزراعية، الســعودية للأســماك، والمواشي المكيرش ما بين ٧٠ إلى ٧٨٪ من قيمة أســهمها خلال شهر من انفجار الفقاعة؛ في حين خسر السعودي الفرنسي، والســعودي الهولندي، وجرير، وسابك ما بين ٣ إلى ٢٤٪ من قيمتها بعد شهر من انفجار الفقاعة (بخيت، تصحيح أسهم المضاربة، ٢٠٠٦).
- كان تأثــير الفقاعة واضحاً على أداء الســوق خلال العام التــالي لانفجار الفقاعة (٢٠٠٧)، حيث انخفضت السيولة المتداولة بنسبة ٥١,٣٪، وعدد الصفقات بمعدل ٣١,٧٪، ومتوسط الســيولة المتداولة يومياً بمعدل بلغ ٤٨٪، واستمر هذا الانخفاض أيضاً في العام الثاني بعد انفجار الفقاعة (٢٠٠٨) وإنْ كان بنسب أقل.

- انخفض عدد المتداولين في الســوق وانســحَب عدد من المتداولين الجُدد من السوق؛ وهو ما خفَّــض عدد المتداولين من ١,٥ مليون عــام ٢٠٠٥ إلى أقل من نصف هذا الرقم بحلول عام ٢٠٠٩.

٣-٤. المرحلة الثالثة: مرحلة التذبذب الكبير في مؤشــرات السوق من بداية عام ٢٠٠٧ حتى نهاية عام ٢٠١٥:

وهذه الفترة الممتدة لتســعة أعوام شهدت كثيراً من الأحداث والتذبذبات؛ كونها بدأت عقــب انفجار الفقاعة في ٢٠٠٦، ثم زامنت الأزمــة المالية العالمية التي ضربت الاقتصادات والأســواق المالية عقب انهيار مــصرف ليمان براذرز الأمريــكي «Lehman Brothers» في منتصف ٢٠٠٨، وكما يتضح من الشــكل رقم (٣-٢٤) فقد بدأت الفترة الثالثة والمؤشر عند حوالي ٧٥٠٠ نقطة بعد أن شهدت السوق أسوأ فقاعة في تاريخها في أوائل ٢٠٠٦، كما انتهت الفترة والمؤشر يُســجِّل حوالي ٧٠٠٠ نقطة، وفيما بين بداية الفترة ونهايتها وصلت الســوق لقمتها فوق ١١ ألف نقطة، كما شهدت كذلك تسجيلها لأقل مستوياتها عند حوالي ٤ آلاف نقطة.



شكل (٣-٢٤): أداء المؤشر العام «تاسي» منذ بداية ٢٠٠٧ حتى نهاية ٢٠١٥

٣-٤-١. أداء السوق في عام ٢٠٠٧:

كما أوضحنا في الجزء الســابق، فقد أثَّرت الفقاعة التي ضربت الســوق في أواخر فبراير ٢٠٠٦ على قيمة المؤشر العام وأفقدته بنهاية العام حوالي ٥٣٪ من قيمته التي سجلها بنهاية ٢٠٠٥، إلا أن بقية المؤشرات بقيت إيجابيةً، فقد ارتفعت السيولة المتداولة في الأسهم بنسبة ٢٧٪، وارتفع عدد الصفقات وعدد الأســهم المتداولة[٦٦]، وكذلك المتوســط اليومي للسيولة المتداولــة في الأســهم (ارتفعت بنســبة ٤٣,٤٪ في ٢٠٠٦). وهذا يعني أنــه على الرغم من انفجار الفقاعة إلا أن السوق واصَل السلوك نفسه الذي شهده منذ بداية الألفية، وضاعَف أرقامه بشكل كبير وخصوصاً خلال الأعوام ٢٠٠٣ حتى نهاية ٢٠٠٦.

في عام ٢٠٠٧ كان الســوق مختلفاً وغيَّر ســلوكه بشــكل معاكس تماماً لما حصل في عام ٢٠٠٦، فــما ارتفع هذه المرة هو المؤشر العام فقط، في حين ســجَّلت بقية المؤشرات بنهاية ٢٠٠٧ انخفاضات كبيرة مقارنة بما سجلته بنهاية ٢٠٠٦.

بــدأ تداول عــام ٢٠٠٧ ضعيفاً في بداية العام وانخفض المؤشر العام من ٧٥٠٠ نقطة إلى ٦٩٠٠ نقطة خلال يونيو ٢٠٠٧، وانخفضت الســيولة المتداولة يومياً في السوق إلى حوالي ٤ مليــارات ريال فقط[٦٧]؛ إلا أنَّ إعلانــات الشركات وتحقيقها لنتائج قوية خلال الربع الثالث وخصوصاً ســابك، إضافةً إلى طرح ٢٣ شركة مســاهمة جديدة خلال العام غالبيتها في قطاع التأمين، وهو ما زاد عدد الشركات المســاهمة في الســوق إلى ١١١ شركة مســاهمة، كما زاد كمية الســيولة المتداولة في الســوق[٦٨]؛ وهو ما انعكس على المؤشر العام الذي ارتفع خلال الأشهر الثلاثة الأخيرة من العام ليغلقَ عند ١١١٧٦ نقطة، إلا أنه كما يتضح من الجدول رقم (٣-١٤) فــلا مقارنة بين أداء الســوق بين العامين رغم ما ذُكــر عن إضافة ٢٣ شركة جديدة للســوق في ٢٠٠٧، فالســيولة انخفضت بما يزيد عن ٥٠٪ خلال العام، كما انخفض متوسط

(٦٦) سبقت الإشارة إلى أن الفارق الكبير في عدد الصفقات وعدد الأسهم المتداولة يعود إلى تجزئة الأسهم وتخفيض قيمتها الاسمية إلى ١٠ ريالات بدلاً من ٥٠ ريالاً.

(٦٧) كان متوسط السيولة اليومي يفوق ١٣ ملياراً في ٢٠٠٥ ويقترب من ٢٠ مليار ريال في ٢٠٠٦.

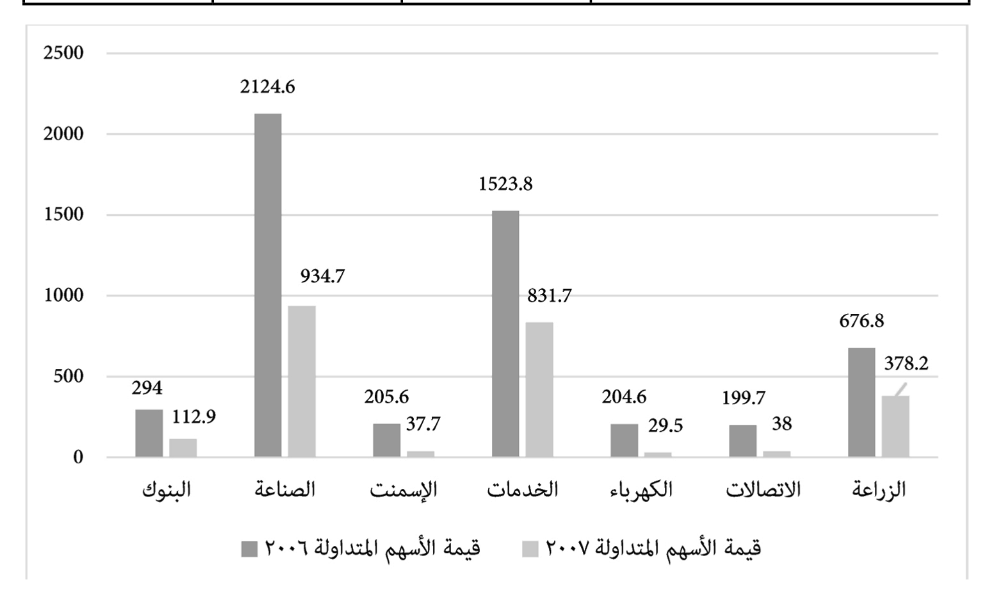
(٦٨) تمَّ طرح ١٧ شركة تأمين إضافةً إلى شركة كيان للبتروكيماويات، دار الأركان للتطوير العقاري، المملكة القابضة، جبل عمر للتطوير العقاري، الشركة السعودية للطباعة والتغليف، الشرق الأوسط للكابلات، الفخارية، وشركة بدجت المتخصصة في تأجير السيارات.

التداول اليومي للأســهم بشــكل كبير خلال ٢٠٠٧ مقارنة مع عام ٢٠٠٦. كما لم يحقق أي قطــاع فرعي - كما يوضح الشــكل البياني رقــم (٣-٢٥) - قيمة تداولات تفــوق التريليون ريال كما حدث لقطاعي الصناعة والخدمات في العامين الســابقين؛ بسبب انخفاض السيولة المتداولة في السوق بشكل كبير.

جدول (٣-١٤)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين العامين ٢٠٠٦ و٢٠٠٧

	٢٠٠٦	٢٠٠٧	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٧٩٣٣	١١١٧٦	٤٠,٨ ↑
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٥٢٦١	٢٥٥٧	٥١,٣ ↓
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	٧٣,٤	٥٨,٦	١٩,٨ ↓
عدد الصفقات المنفَّذة (مليون)	٩٦,١	٦٥,٧	٣١,٧ ↓
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	١٩,٩	١٠,٣	٤٨ ↓



شكل (٣-٢٥): مقارنة حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين عامي ٢٠٠٦ و٢٠٠٧

وعلى مستوى تطوير السوق، فقد شهد عام ٢٠٠٧ تأسيس شركة (تداول) لتتولى المهام التشغيلية للسوق وتسوية المعاملات ونَشْر المعلومات المالية المتعلقة بسوق الأسهم، كما تمَّ البدء باستخدام نظام تداول الإلكتروني الجديد الذي قامت بتصميمه شركة OMX؛ وهو ما انعكس إيجاباً على كفاءة السوق من خلال قدرته على تنفيذ ما يزيد عن مليوني صفقة في اليوم، وقلَّل الأعطال والمشاكل الفنية التي كانت تحدث في النظام الإلكتروني السابق. كما صدر كذلك قرار هيئة السوق خلال العام بإقرار المساواة التامة بين مواطني دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي والمواطنين السعوديين في مجال تملُّك الأسهم المُدرَجة وتداولها، وهو ما رفع القيود المفروضة سابقاً على مواطني دول مجلس التعاون في مجال تداول أسهم البنوك والتأمين التي كانت ممنوعةً عليهم.

وفي ١٠ ديسمبر ٢٠٠٧ اعتمدت هيئة سوق المال الهيكلة الجديدة لقطاعات السوق ومؤشراته، حيث تم توسيع القطاعات لتكون ١٥ قطاعاً بدلا من ٨ قطاعات، وتمَّ تأسيس مؤشر لكل قطاع من القطاعات الجديدة إضافةً إلى استبعاد الحصص غير المتداولة، مثل حصة الحكومة والصناديق شبه الحكومية وحصة الشريك الأجنبي عند حساب المؤشرات الجديدة، على أن يبدأ تطبيق الهيكلة الجديدة بدايةً من تداول يوم ٥ إبريل ٢٠٠٨.

٣-٤-٢. أداء السوق في عام ٢٠٠٨:

عام ٢٠٠٨ هو العام الذي ضربت فيه الأزمة المالية العالمية أسواق الأسهم في العالم، ورغم بُعده جغرافياً إلا أن السوق السعودي تأثَّر بتلك الأزمة إضافةً إلى امتداد أثر الفقاعة عليه؛ وهو ما أفقدَ المؤشر العام (تاسي) ٦٢٣٤ نقطة أو ما يعادل ٥٥٪ تقريباً من قيمته التي سجَّلها بنهاية ٢٠٠٧. ويوضِّح الجدول رقم (٣-١٥) أبرزَ التغييرات على مؤشرات السوق الرئيسية في ٢٠٠٨ مقارنة بالعام ٢٠٠٧.

جدول (٣-١٥)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين العامين ٢٠٠٧ و٢٠٠٨

	٢٠٠٧	٢٠٠٨	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	١١١٧٦	٤٨٠٣	↓ ٥٦,٥
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٢٥٥٧	١٩٦٣	↓ ٢٣,٢
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	٥٨,٦	٦٠,٨	↑ ٢,٣
عدد الصفقات المنفذة (مليون)	٦٥,٧	٥٢,١	↓ ٢٠,٦
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	١٠,٣	٧,٩	↓ ٢٤

ويُلاحظ من الجدول انخفاض المؤشر العام بنسبة كبيرة نتيجة التأثير النفسي الذي أحدثته أزمة ٢٠٠٨ في أسواق الأسهم العالمية، كما يُلاحظ انخفاض نشاط السوق بشكل عام من حيث عدد الصفقات أو قيمة الأسهم المتداولة. ويأتي هذا الانخفاض رغم إدراج ١٣ شركة جديدة في السوق خلال عام ٢٠٠٨، ومن ضمنها شركات مساهمة كبيرة، مثل: بنك الإنماء، وشركة زين السعودية، وبترو رابغ، ومعادن[٦٩]. وهذا الطرح الجديد للشركات رفَع عدد الشركات المساهمة المتداولة في السوق إلى ١٢٧ شركة مساهمة.

وعلى مستوى التطوير وإعادة الهيكلة، فقد شهد عام ٢٠٠٨ السماح للاستثمار الأجنبي بدخول السوق السعودي عبر اتفاقية مبادلة الأسهم (Equity Swap Agreement)، وذلك بداية من تداولات يوم ١٨ أغسطس ٢٠٠٨، كما تمَّ إعادة هيكلة القطاعات وتوزيع الشركات إلى ١٥ قطاعاً بدلاً من ٨ قطاعات فقط، وطُبِّقت الهيكلة الجديدة في السوق بدايةً من تداولات يوم السبت ٥ إبريل ٢٠٠٨، ورفَعت الهيكلة الجديدة مؤشرات السوق إلى ١٦ مؤشراً بدلاً من ٩ مؤشرات فقط حسب الهيكلة القديمة في السوق. ويوضِّح الجدول رقم (٣-١٦) القطاعات القديمة في مقابل القطاعات الجديدة في سوق الأسهم السعودية.

(٦٩) بقية الشركات هي: كيمانول، أسواق العثيم، حلواني إخوان، بوبا للتأمين، المتحدة للتأمين، الشركة السعودية لإعادة التأمين، شركة الصناعات الكيميائية الأساسية، أسترا الصناعية، وشركة المعجل.

جدول (٣-١٦)

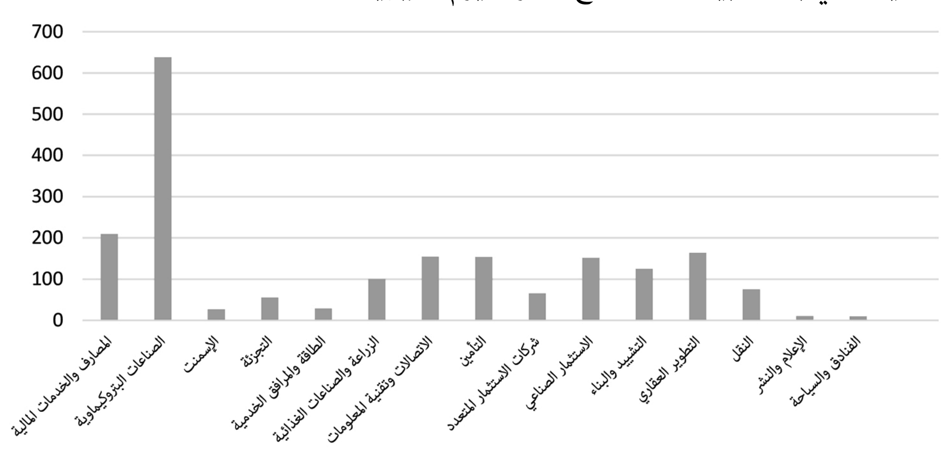
القطاعات المكوِّنة للسوق حسب التقسيمين القديم والجديد

القطاعات حسب التقسيم القديم	القطاعات حسب التقسيم الجديد
قطاع البنوك	المصارف والخدمات المالية
قطاع الصناعة	الصناعات البتروكيماوية
قطاع الإسمنت	الإسمنت
قطاع الخدمات	التجزئة
قطاع الكهرباء	الطاقة والمرافق الخدمية
قطاع الاتصالات	الزراعة والصناعات الغذائية
قطاع التأمين	الاتصالات وتقنية المعلومات
قطاع الزراعة	التأمين
_ _ _ _ _ _ _	شركات الاستثمار المتعدد
_ _ _ _ _ _ _	الاستثمار الصناعي
_ _ _ _ _ _ _	التشييد والبناء
_ _ _ _ _ _ _	التطوير العقاري
_ _ _ _ _ _ _	النقل
_ _ _ _ _ _ _	الإعلام والنشر
_ _ _ _ _ _ _	الفنادق والسياحة

المصدر: شركة تداول - التقرير السنوي لعام ٢٠٠٨.

كما بدأت شركة السوق المالية (تداول) بتطبيق وحدة تغير سعر السهم الجديدةsize new tick ابتداءً من تداولات يوم السبت ١٣ سبتمبر ٢٠٠٨ لتكون ٥ هللات للأسهم التي قيمتها السوقية ٢٥ ريالاً وأقل، و١٠هللات للأسهم التي تبدأ أسعارها من ٢٥,١٠ ريالاً حتى ٥٠ ريالاً، فيما كان النطاق الثالث هو ٢٥ هللة للأسهم التي تبدأ أسعارها من ٥٠,٢٥ ريالاً فما فوق، وكانت وحدة تغيُّر السعر لجميع الأسهم المدرَجة في السوق ٢٥ هللة، بغض النظر

عن سعر تداول السهم قبل تطبيق قرار وحدة تغيُّر سعر السهم الجديدة. ويُوضِّح الشكل رقم (٣-٢٦) تقسيمَ السيولة المتداولة في السوق على المؤشرات الفرعية بحسب تقسيمها الجديد الذي بدأ تطبيقه من افتتاح السوق يوم ٥ إبريل ٢٠٠٨.



شكل (٣-٢٦): حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية خلال ٢٠٠٨ (مليار ريال)

وكما يتضح، فقد كان قطاع الصناعات البتروكيماوية الأكثرَ استحواذاً على السيولة المتداولة في السوق لعام ٢٠٠٨، وجاوز قطاع المصارف حاجزَ المئتي مليار، وتجاوزت ٥ قطاعات أخرى حاجزَ المئة مليار ريال، واستحوذت ٨ قطاعات على سيولة لم تتجاوز الخانتين بفارق بين قطاع وآخر، حسب ما يتضح من الشكل البياني.

٣-٤-٣. أداء السوق في عام ٢٠٠٩:

في ٢٠٠٩، وبحسب ما يتضح من الجدول رقم (٣-١٧) فقد تحسَّن أداء المؤشر العام (تاسي)، إلا أن بقية مؤشرات وأرقام السوق واصَلت انخفاضها مع انتشار عدوى الأزمة المالية العالمية وكبر حجم تأثيرها السلبي على مؤشرات الأسواق المالية في العالم. وبشكل عام، فقد كان أداء السوق ضعيفاً وسيئاً خلال الأشهر الأولى الثلاثة من العام ٢٠٠٩، وسجَّل

المؤشر العام أدنى مستوياته عند ٤١٣٠ نقطة في ٩ مارس ٢٠٠٩، وهي أدنى نقطة يصل إليها منذ عام ٢٠٠٣، إلا أن السـوق شهد تحسُّناً خلال الأشهر التالية، وهو ما رفع مستوى إغلاق المؤشر العام مقارنة بـ ٢٠٠٨.

جدول(٣-١٧)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين العامين ٢٠٠٨ و٢٠٠٩

	٢٠٠٨	٢٠٠٩	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٤٨٠٣	٦,١٢١	↑ ٢٧,٤
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	١٩٦٣	١٢٦٤	↓ ٣٥,٦
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	٦٠,٨	٥٧,٣٤	↓ ٥,٧
عدد الصفقات المنفَّذة (مليون)	٥٢,١	٣٦,٥	↓ ٣٠
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	٧,٩	٥	↓ ٣٥,٣

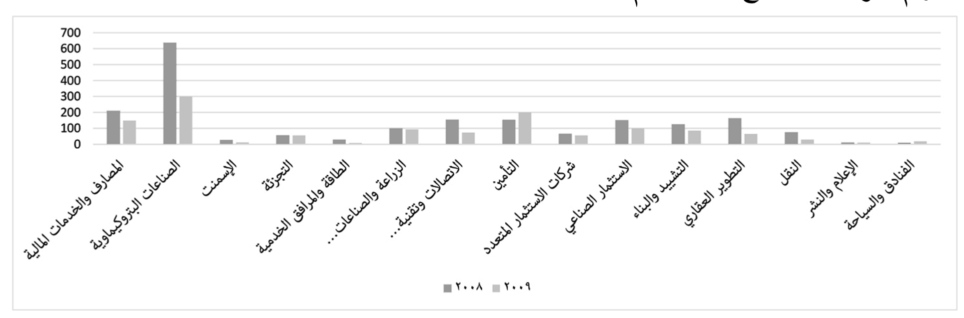
ويُلاحظ من الجدول السـابق انخفاض تداولات السـيولة في السوق بشكل كبير، حيث انخفض المتوسط اليومي للسيولة المتداولة في السوق بشكل كبير من حوالي ٨ مليارات ريال إلى ٥ مليـارات فقط؛ وهو ما أدَّى لانخفاض قيمة الأسـهم المتداولـة في نهاية العام بنفس النسبة تقريباً (٣٥٪)، ويأتي الانخفاض رغم توسيع عمق السوق بشكل جيد في ٢٠٠٩ حيث تـمَّ الاكتتاب في ١١ شركة جديدة، تم تداول ٩ منها في السـوق خلال عام ٢٠٠٩[٧٠]. وبهذا الإدراج للشركات الجديدة قفز عدد الشركات المسـاهمة المتداول أسـهمها في سوق الأسهم السعودية إلى ١٣٥ شركة مساهمة بنهاية عام ٢٠٠٩[٧١].

وبمقارنة أداء القطاعات بين ٢٠٠٨ و٢٠٠٩ بحسـب قيمة الأسهم المتداولة في كل قطاع، فكما يتضح من الشكل رقم (٣-٢٧)، فهناك انخفاض كبير في حجم السيولة المتداولة في كل القطاعات خصوصًا في قطاعات الصناعات البتروكيماوية والمصارف وكذلك التطوير العقاري. وبشـكل عام، فكل القطاعات شهدت انخفاضاً ملحوظاً للسيولة المتداولة في أسهم شركاتها، وكان الاستثناء الوحيد هو قطاع التأمين حيث شهد القطاع ارتفاعاً في قيمة أسهُمه المتداولة؛

(٧٠) هي: سبكيم، المواساة، عذيب للاتصالات، الأنابيب السعودية؛ إضافة لسبع شركات تأمين، هي: وقاية، الراجحي،إيس، إكسا التعاونية، العالمية، بروج للتأمين، والخليجية العامة.

(٧١) تم إلغاء سهم شركة حائل للتنمية الزراعية (هادكو) من المؤشرات بعد استحواذ شركة المراعي عليها بنسبة ١٠٠٪.

وهذا يعود لزيادة عدد شركات القطاع بشــكل كبير بــين العامين، وكِبر حجم المضاربة على أسهم شركات القطاع خلال عام ٢٠٠٩.



شكل (٣-٢٧): مقارنة حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين عامي ٢٠٠٨ و٢٠٠٩ (مليار ريال)

ويُلاحظ من الشــكل انخفاض السيولة في قطاع الصناعات البتروكيماوية بحوالي النصف خــلال ٢٠٠٩، وهــو ما ينطبق على جميع القطاعات الفرعية ســوى التأمــين؛ نتيجة زيادة عــدد الشركات في القطاع، وكون القطاع أيضاً مُفضَّلاً للمضاربة اليومية بســبب صغر حجم الشركات المدرَجة فيه.

٣-٤-٤. أداء السوق في عام ٢٠١٠:

في عام ٢٠١٠، ورغم أنَّ المؤشر العام حقَّق تحسُّــناً طفيفاً مقارنة بإغلاقه بنهاية ٢٠٠٩، إلا أن مؤشرات الســوق الأخرى واصَلت انخفاضها الذي بدأته منذ ٢٠٠٧ حســب ما يتضح من الجدول رقم(٣-١٨)؛ ويعود ذلك لاستمرار تأثير الأزمة المالية العالمية، إضافةً إلى تحقيق موازنة المملكة بنهاية ٢٠٠٩ أول عجز فعلي بلغ ٨٧ مليار ريال بعد ســت ســنوات متتالية من الفوائض الكبيرة[٧٢]. وطُرحت خلال العام ٩ شركات مساهمة جديدة بلغت متحصلات اكتتابها مجتمعةً ٣,٨٣ مليارات ريال من طرح ٢٤٥,٣٥ مليون ســهم، وارتفع عدد الشركات المدرَجة للتداول بنهاية العام إلى ١٤٦ شركة مساهمة[٧٣].

(٧٢) حققت فوائض متتالية خلال الفترة ٢٠٠٣ حتى ٢٠٠٨، وكان أعلى فائض في تاريخها هو ٥٩٠ مليار ريال في ٢٠٠٨.

(٧٣) الشركات التسع هي: مدينة المعرفة، إسمنت الجوف، هرفي للأغذية، مجموعة السريع، شاكر، الخضري، وثلاث في قطاع التأمين هي: الوطنية، سوليدرتي، وأمانة للتأمين.

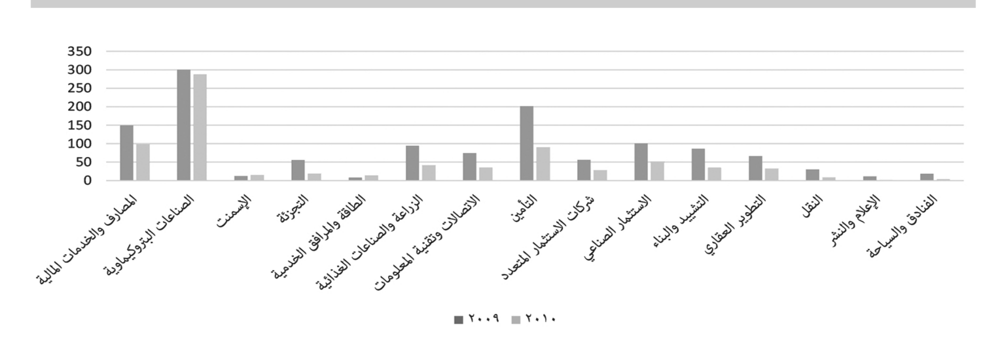
جدول (٣-١٨)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين العامين ٢٠٠٩ و٢٠١٠

	٢٠٠٩	٢٠١٠	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٦,١٢١	٦,٦٢٠	٨,١ ↑
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	١٢٦٤	٧٥٩	٤٠ ↓
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	٥٧,٣٤	٣٣,٠١	٤٢ ↓
عدد الصفقات المنفذة (مليون)	٣٦,٥	١٩,٥٤	٤٦,٤ ↓
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	٥	٣	٣٩,٧ ↓

ويُلاحظ من الجدول أنه وبرغم زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة المذكورة في الهامش رقم (٧١)، إلا أن الانخفاض كان كبيراً ويقترب من ٥٠٪ لكل مؤشرات السوق الرئيسية، كما تقلصت السيولة المتداولة في السوق لما دون تريليون ريال خلال عام ٢٠١٠، وهو أمر لم تشهده السوق منذ عام ٢٠٠٤. وحتى مع ارتفاع المؤشر العام إلا أن ٥٩٪ من الشركات المدرجة فيه سجَّلت انخفاضات متفاوتة مقارنةً مع أسعارها في ٢٠٠٩، وسجَّلت ٩ من الشركات انخفاضاً في القيمة السوقية لأسهمها لما دون القيمة الاسمية (أرقام الاستثمارية، ٢٠١٠). وكان أداء المؤشر متذبذباً بشكل واضح خلال العام، حيث سجَّل خلال شهر مارس أكبر نسبة ارتفاع شهري بنسبة بلغت ٦ ٪، في حين سجل في شهر مايو أكبر نسبة انخفاض شهري بـ ١١٪.

وفيما يتعلق بأداء القطاعات الفرعية فلم تكن بأحسن حالاً من المؤشرات الكلية للسوق، وكما يتضح من الشكل البياني رقم (٣-٢٨)، فقد انخفضت السيولة المتداولة في قطاع البتروكيماويات لما دون ٣٠٠ مليار خلال العام، ولم يُسجِّل أيُّ قطاع فرعي مستوى سيولة متداولة أفضل خلال ٢٠١٠ مقارنةً مع العام السابق له.



شكل (٣-٢٨): مقارنة حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين عامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠ (مليار ريال).

فقد شهدت القطاعات الفرعية كثيفة النشاط في السوق انخفاضاتٍ كبيرةً أيضاً، وخصوصاً قطاع التأمين رغم زيادة عدد شركاته باستمرار، وكذلك قطاع التجزئة ومثله قطاعا الاستثمار الصناعي والتشييد والبناء.

٣-٤-٥. أداء السوق في عام ٢٠١١:

كان أداء السوق في ٢٠١١ معاكساً تماماً لعام ٢٠١٠، فرغم انخفاض المؤشر العام بشكل طفيف، إلا أن بقية المؤشرات الرئيسية كانت إيجابيةً، وأدَّى ارتفاع حجم السيولة المتداولة بشكل جيد وعودتها لتجاوز حاجزَ التريليون ريال إلى ارتفاع مُقارِب لبقية مؤشرات السوق الرئيسية. ويُوضِّح الجدول رقم (٣-١٩) أنَّ مؤشرات السوق تحسَّنت بفعل تدخُّل صناديق كبيرة مثل صندوق الاستثمارات العامة للشراء، وضخ سيولة في السوق لتجنيبها التأثُّر جراء الاضطرابات التي شهدتها بعض البلدان العربية في عام٢٠١١، وهو ما أعاد المؤشر ليغلق بنهاية العام إلى مستويات قريبة من إغلاقه في عام ٢٠١٠ بعد أن فقَد خلال العام ما يربو على ١٥٠٠ نقطة من قيمته في الشهرين الأولين من العام قبل تدخُّل بعض الصناديق الحكومية الكبيرة للشراء في السوق. ومع تحسُّن السيولة إلا أن الشركات القائدة في المؤشر حقَّقت انخفاضات سعرية مقارنةً بأسعار إغلاقها في ٢٠١٠؛ فأقفلت سابك على انخفاض بلغ ٨٪، وأغلق الراجحي على انخفاض قدره ١٥٪، وكذلك سامبا والاتصالات السعودية؛ وهو ما جعل المؤشر يُسجِّل انخفاضاً مقارنة بإقفاله في ٢٠١٠[٧٤].

(٧٤) الشركات الأكثر تأثيراً في المؤشر العام، هي: سابك، بنك الراجحي، الاتصالات السعودية، بنك سامبا، وشركة الكهرباء. وتختلف أوزانها بحسب قيمة أسهمها السوقية من عام لآخر.

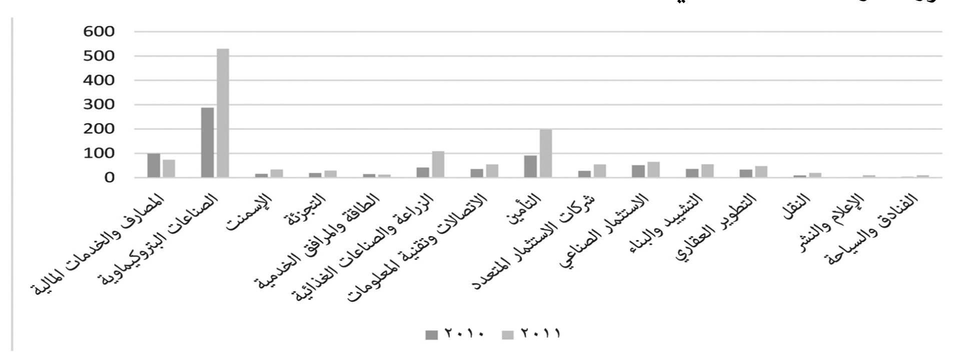
جدول (٣-١٩)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين العامين ٢٠١٠ و٢٠١١

	٢٠١٠	٢٠١١	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٦,٦٢٠	٦,٤١٧	٣ ↓
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٧٥٩	١٠٩٩	٤٤,٧ ↑
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	٣٣,٠١	٤٨,٥٤	٤٥,٦ ↑
عدد الصفقات المنفذة (مليون)	١٩,٥٤	٢٥,٥	٣٠,٧ ↑
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	٣	٤,٤	٤٥ ↑

وطُرحــت خلال عام ٢٠١١م (٥) شركات جديدة بلغ عدد أســهمها المطروحة للتداول مجتمعة ١١٦,٩ مليون ســهم، وبلغت متحصلات اكتتابها ١,٧٣ مليار ريال، وبطرحها وصل عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق ١٥١ شركة مساهمة[٧٥].

وفيما يتعلق بأداء المؤشرات القطاعية الفرعية، فكما يُوضِّح الشــكل رقم (٣-٢٩)، فقد عادت الســيولة المتداولة بقوة لقطاع الصناعات البتروكيماوية، كما قفزت السيولة المتداولة بشكل كبير في قطاع التأمين وهو قطاع مضاربي، إضافة إلى تحسُّنها بشكل ملحوظ في قطاع الزراعة والصناعات الغذائية.



شكل (٣-٢٩): مقارنة حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين عامي ٢٠١٠ و٢٠١١ (مليار ريال)

(٧٥) الشركات الخمس هي: إسمنت حائل، إكسترا، أسلاك، الاتصالات المتكاملة، وعناية للتأمين.

٣-٤-٦. أداء السوق في عام ٢٠١٢:

في ٢٠١٢ شــهد السوق انتعاشــاً جيداً مقارنةً بعام ٢٠١١، وســجَّلت مؤشراته الرئيسية ارتفاعاتٍ متوسطة نتيجة زيادة السيولة المتداولة في السوق بنسبة بلغت٧٦ ٪.

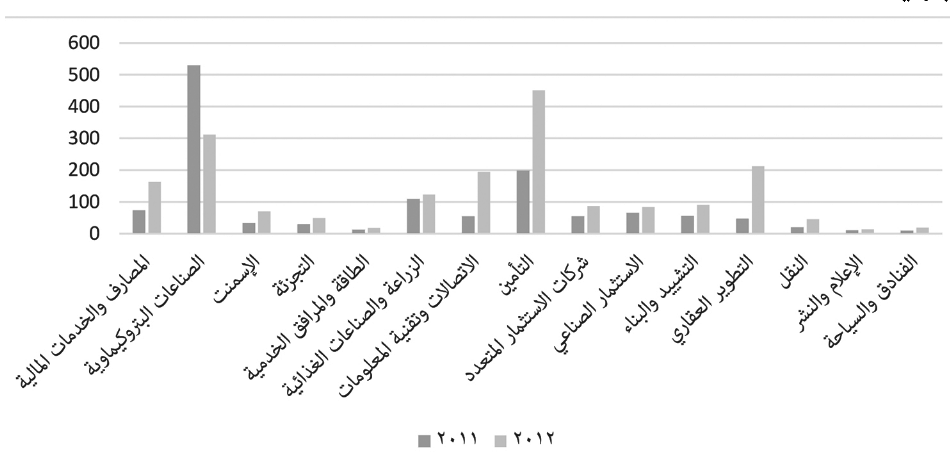
وشــهد الســوق منذ بداية العام حتى بداية إبريل أداءً قوياً، حيث سجَّل مؤشر (تاسي) ارتفاعاتٍ كبيرة جاوزت ١٥٠٠ نقطة أو ما يعادل ٢٣٪، ووصل المؤشر أعلى مســتوياته عند ٧٩٣٠ نقطــة يوم ٣ إبريل لأول مرة منذ ما قبل الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨ مدعوماً بالتوقعــات الإيجابية لأرباح الشركات، وهو ما حــدث فعلاً، حيث ارتفعت أرباح الشركات بنسبة ١٤,٩٪ تقريباً للربع الأول مقارنةً بنفس الربع من ٢٠١١، إضافةً إلى الأخبار الإيجابية عن قُرب فتح الســوق أمام الاســتثمار الأجنبي المباشر. إلا أن الســوق منذ منتصف إبريل إلى نهاية يونيو ســجَّل تراجعاً شبه متواصل مُقلِّصاً مكاسبَه المسجَّلة خلال الفترة الأولى من العام، وســط تراجع كبير لقيم التداولات. ويُعزى التراجع في أداء الســوق للبيانات السلبية في منطقة اليورو متأثرةً بأزمة مديونية اليونان وسياســات التقشف التي تبعتها، وهو تأثير نفسي أكثر من كونه حقيقياً. وبالرغم من التذبذب الذي شــهدته المؤشرات الرئيسية خلال النصــف الثاني مــن العام إلا أنه -كما يتضح من الجدول رقم (٣-٢٠) - قد جاء إغلاق العام إيجابياً بشكل جيد مقارنة مع عام ٢٠١١.

جدول (٣-٢٠)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين العامين ٢٠١١ و٢٠١٢

	٢٠١١	٢٠١٢	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٦,٤١٧	٦,٨٠١	٦ ↑
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	١٠٩٩	١٩٢٩	٧٦ ↑
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	٤٨,٥٤	٨٢,٥٤	٧١ ↑
عدد الصفقات المنفذة (مليون)	٢٥,٥	٤٢,١	٦٤,٨ ↑
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	٤,٤	٧,٧	٦٩ ↑

وبالنظر لأداء القطاعات الفرعية في الســوق، كان لأســهم شركات التأمين الحصة الكبرى في الســوق، واســتحوذت على ٣٠٪ من عدد الصفقات المنفذة و٢٣,٨٪ من قيمة التداولات و١٤٪ مــن عدد الأســهم المتداولة (حلَّت ثانياً بعد أســهم شركات التطويــر العقاري التي اســتحوذت على ٢١,٣٪ من حيث عدد الأســهم المتداولة). ويُلاحظ من الشكل البياني رقم (٣-٣٠) تضاعُف الســيولة في قطاع التأمين وقطاع التطوير العقاري، حيث جاءت ٤ شركات من ضمن قطاع التأمين في قائمة الشركات الخمس الأكثر ارتفاعاً خلال العام مقارنةً بأسعارها بنهاية٢٠١١ (٧٦).



شكل (٣-٣٠): مقارنة حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين عامي ٢٠١١ و٢٠١٢ (مليار ريال)

وفيــما يخــصُّ الطروحات الجديدة في الســوق، فقــد تمَّ خلال ٢٠١٢ طــرح ٧ شركات مســاهمة جديدة(٧٧)، وهو ما رفع عدد الشركات المســاهمة في سوق الأسهم السعودية إلى ١٥٨ شركة مساهمة.

---

(٧٦) الشركات الخمس الأكثر ارتفاعاً خلال ٢٠١٢ مقارنة بأسعارها في ٢٠١١، هي: الإنماء طوكيو مارين للتأمين، الدرع العربي للتأمين، عناية للتأمين، أمانة للتأمين، وشركة المملكة القابضة.

(٧٧) الشركات هي: تكوين، طوكيو مارين، السعودية للتموين، إسمنت المدينة، إسمنت نجران، الطيار للسفر، ودله للخدمات الصحية.

٣-٤-٧. أداء السوق في عام ٢٠١٣:

في عــام ٢٠١٣ واصَل مؤشر الســوق الرئيسي ارتفاعه وأقفل العــام بارتفاع جيد بلغت نســبته ٢٥,٥٪ مقارنة مع إقفاله في ٢٠١٢، وهو أعلى إغلاق ســنوي للمؤشر العام خلال ٦ ســنوات. إلا أن بقية المؤشرات الرئيسية للســوق - وكما يتضح من الجدول رقم (٣-٢١) - قد حققت انخفاضات متوســطة مقارنة مع عام ٢٠١٢. ويعود ارتفاع المؤشر العام إلى كِبر حجم الســيولة المتداولة في الشركات المؤثرة على المؤشر العــام نتيجة ارتفاع عمليات شراء المؤسسات التي سجَّلت ١٢,٩٩ مليار ريال (١١,٢١ ٪)، وكذلك ارتفاع قيمة شراء «الأجانب» عبر «ســواب» وبلغــت ١,٦٨ مليار ريال (١,٤٥٪)، وتصدَّرت ســابك ومــصرف الإنماء ودار الأركان المراتب الأولى من حيث قيمة الأســهم المتداولة، فاستحوذت الأولى على ١٠٢ مليار والثانية على ٧٠ ملياراً والثالثة على ٤٧ ملياراً؛ وهو ما أدَّى إلى ارتفاع المؤشر العام دون بقية المؤشرات الرئيسية الأخرى.

جدول (٣-٢١)

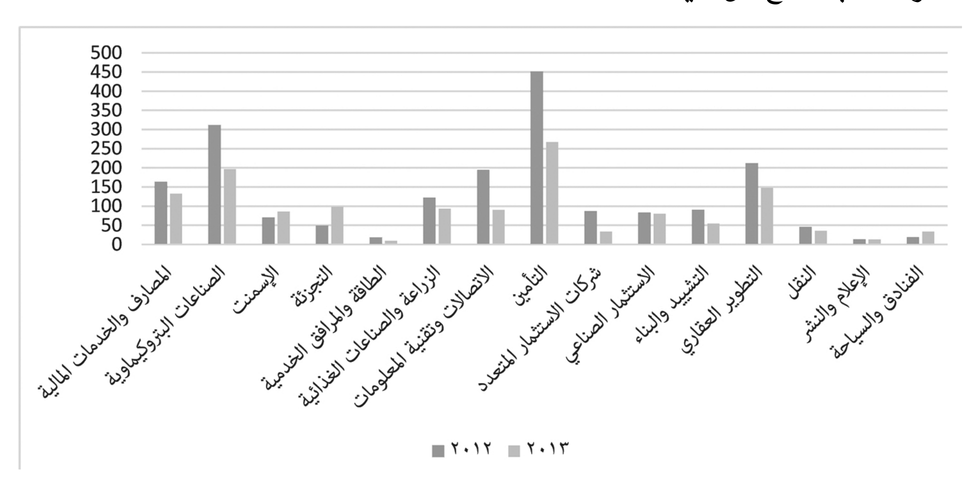
مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين العامين ٢٠١٢ و٢٠١٣

	٢٠١٢	٢٠١٣	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٦,٨٠١	٨,٥٣٦	٢٥,٥↑
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	١٩٢٩	*١٣٧٠	٢٩↓
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	٨٢,٥٤	٥٢,٥	36↓
عدد الصفقات المنفذة (مليون)	٤٢,١	٢٨,٩	٣١↓
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	٧,٧	٥,٥	٢٨↓

*بلغت نسبة التداول عن طريق الإنترنت ٦٨,٨٪ من إجمالي التداولات خلال عام ٢٠١٣ (مؤسسة النقد، ٢٠١٤).

أما من حيث القطاعات، وكما يُوضِّح الشــكل رقم (٣-٣١)، فقد كان قطاع التأمين (غير المؤثر على المؤشر العام) هو الأكثر اســتحواذاً على السيولة من بين القطاعات الأخرى، وبلغ حجم الســيولة المتداولة في القطاع ٢٦٧ ملياراً أو ما يعادل ٢٠٪ تقريباً من إجمالي ســيولة

السـوق في ٢٠١٣، كما اسـتحوذ على ما يعادل ٢٩٪ من إجمالي عـدد الصفقات المنفذة في السوق كأكبر قطاع من حيث عدد الصفقات.



شكل (٣-٣١): مقارنة حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين عامي ٢٠١٢ و٢٠١٣ (مليار ريال)

ويُلاحظ أنه بالرغم مما ذُكِر عن تصدر قطاع التأمين لعدد الصفقات وحجم السيولة، إلا أن سيولته منخفضة في ٢٠١٣ بشكل واضح عنها في ٢٠١٢، وكذلك انخفض التطوير العقاري والصناعات البتروكيماوية بشـكل لافـت للنظر جراء انخفاض حجم السـيولة المتداولة في السوق، والتي انخفضت بنسبة ٢٩٪ في ٢٠١٣ مقارنة مع ٢٠١٢ حسب ما تمَّ إيضاحه سابقاً في الجدول رقم (٣-٢١).

وفيما يخصُّ الإدراجات الجديدة في السـوق، فقد تمَّ إدراج ٥ شركات جديدة في السوق عـام ٢٠١٣ [٧٨]، وهـو ما رفَع عدد الشركات المسـاهمة المتداولة في السـوق إلى ١٦٣ شركة مسـاهمة. كما بدأت الهيئة بتقييد تذبذب قيمة تداول الأسـهم في اليوم الأول لطرحها في السـوق لتكون ١٠٪ صعوداً أو انخفاضاً بعد أنْ كان التذبذب مفتوحاً دون سـقف معين،

(٧٨) الشركات الخمس المدرَجة هي: إسمنت المنطقة الشمالية، الوطنية للرعاية الطبية، الجزيرة تكافل، المجموعة الأمريكية والبنك العربي للتأمين، وشركة بوان.

وهــو أمر قُصِد به التقليل من حجم المضاربات على الســهم في أول يوم من إدراجه، وهي الظاهرة التي ســادت في الســوق لزمن طويل قبل تحديد حجم التذبذب عند ١٠٪، والذي بدأ تطبيقه منذ يوم ١٢ مايو ٢٠١٣.

٣-٤-٨. أداء السوق في عام ٢٠١٤:

في ٢٠١٤، كان أداء الســوق غريباً نوعاً ما، فقد ارتفع المؤشر العام للســوق (تاسي) خلال الثلاثة أرباع الأولى من العام بمعدلات جيدة، وســجَّل أعلى إغلاق عند ١١١٤٩ نقطة في أوائل ســبتمبر من ٢٠١٤، وشــهد الربع الثالث مــن العام تحديداً ارتفاعــات متوالية رفعت المؤشر بمعدل ١٣٤٢ نقطة. ويعود هذا الارتفاع إلى موافقة مجلس الوزراء على فتح ســوق الأســهم أمام المؤسســات المالية الأجنبية المؤهلة للاســتثمار المباشر في سوق الأسهم السعودية. إلا أن الربع الأخير من العام لم يكن جيداً للأســهم، ومحا كل مكاســب المؤشر العام للأســهم خلال الأرباع الثلاثة الأولى، ليغلق المؤشر بنهاية العام فاقداً ٢٠٢ نقطة مقارنةً بمستوى إغلاقه بنهاية ٢٠١٣ (أُغلــق عــلى ٨٣٣٣ نقطــة). ويعودُ انخفاض المــؤشر في الربع الرابع بشــكل حاد إلى انخفاض أســعار النفط ووصولها لمستويات متدنية لم تسجلها منذ أكثر من ٥ سنوات متتالية، وما رافق انخفاض النفط من انحسار الإنفاق الحكومي الذي يعتمد عليه الاقتصاد بشكل كبير.

الجدول رقم (٣-٢٢) يُوضِّح مقارنة مؤشرات الســوق الرئيســية بنهاية ٢٠١٤ مع نفس المؤشرات التي حققها السوق بنهاية تداولات ٢٠١٣.

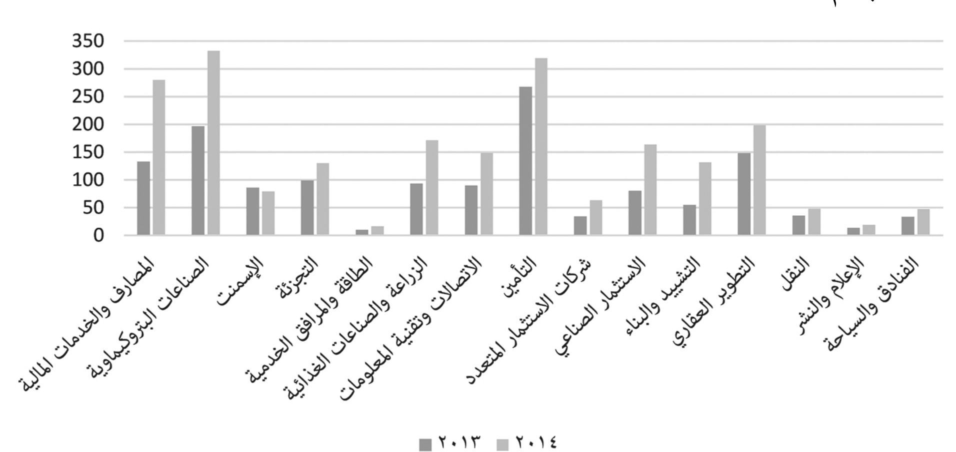
جدول (٣-٢٢)

مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين العامين ٢٠١٣ و٢٠١٤

	٢٠١٣	٢٠١٤	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٨,٥٣٦	٨,٣٣٣	↓ ٢,٤
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	١٣٧٠	٢١٤٦	↑ ٥٦,٧
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	٥٢,٥	٧٠,٨	↑ ٣٢
عدد الصفقات المنفذة (مليون)	٢٨,٩	٣٥,٧	↑ ٢٣,٤
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	٥,٥	٨,٦	↑ ٥٥,٥

ويُلاحظ من الجدول ارتفاع قيمة السـيولة المتداولة في الأسهم عام ٢٠١٤ مقارنةً بالعام السـابق له، واستحوذ مصرف الإنماء ثم سـابك ثم دار الأركان على النسبة العليا من حيث حجم السيولة المتداولة في السوق بـ ١٣٧ و١١٩و ٩٣,٨ ملياراً على التوالي.

وتمَّ في ٢٠١٤ طرح ست شركات جديدة للتداول، وعلى رأسها البنك الأهلي التجاري، وبلغ عدد الأسـهم المطروحة في الاكتتابات السـتة ٥٨٧,٥ مليون سهم، وبلغت الأموال المدفوعة في اكتتابهـا ٢٥,٢٣ مليـار ريال[٧٩]. وفيما يتعلق بالسـيولة المتداولة في القطاعات، فيُوضِّح الشكل رقم (٣-٣٢) مقارنة حجم السيولة المتداولة في قطاعات السوق الفرعية خلال ٢٠١٤ مقارنة بعام ٢٠١٣.



شكل (٣-٣٢): مقارنة حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين عامي ٢٠١٣ و٢٠١٤ (مليار ريال)

وكما هو واضح من الشـكل البياني، فقد تضاعفت السـيولة المتداولة في قطاع المصارف نتيجة طرح البنك الأهلي التجاري للتداول، وكبر حجم السيولة المتداولة في أسهم بنك الإنماء كما ذكرنا سـابقاً، وكذلك تضاعفت السـيولة في قطاع الصناعـات البتروكيماوية نتيجة لكبر

---

(٧٩) إضافة للبنك الأهلي التجاري، فقد تم طرح شركات إسمنت أم القرى، المزرعة، الحمادي، الصناعات الكهربائية، ومجموعة الحكير.

حجم السيولة المتداولة في أسهم سابك. وكان قطاع التأمين هو القطاع الثاني بعد الصناعات البتروكيماوية من حيث حجم السيولة التي تم تداولها في أسهم شركاته.

ومن أهم تطوُّرات السوق خلال عام ٢٠١٤ هو قيام شركة تداول بتطبيق المعدل السعري في حساب سعر إغلاق أسهم الشركات ابتداءً من تداولات يوم ١٣ إبريل ٢٠١٤، حيث يتم حساب المعدل السعري بقسمة مجموع قيم صفقات سهم الشركة على مجموع كمية الأسهم المتداولة لنفس الشركة خلال آخر ١٥ دقيقة قبل الإغلاق، وذلك بدلاً من حساب سعر الإغلاق على أساس آخر صفقة عادية، وهو النظام المعمول به في السوق قبل هذا التعديل.

٣-٤-٩. أداء السوق في عام ٢٠١٥:

في ٢٠١٥، وكما يتضح من الجدول رقم (٣-٢٣)، فقد أغلق مؤشر الأسهم العام (تاسي) عام ٢٠١٥ فاقداً ١٤٢١ نقطة من قيمة إغلاقه في ٢٠١٤، وتعدُّ هذه الخسارة هي الأكبر للمؤشر في السنوات السبع الأخيرة (منذ عام ٢٠٠٨)، ولم ينجح السماح للمؤسسات الأجنبية بالاستثمار مباشرة في سوق الأسهم السعودية - الذي بدأ تطبيقه فعلياً منذ بداية تداولات يوم ١٥ يوليو ٢٠١٥ - في تحسين أيٍّ من المؤشرات الرئيسية للسوق.

جدول (٣-٢٣)

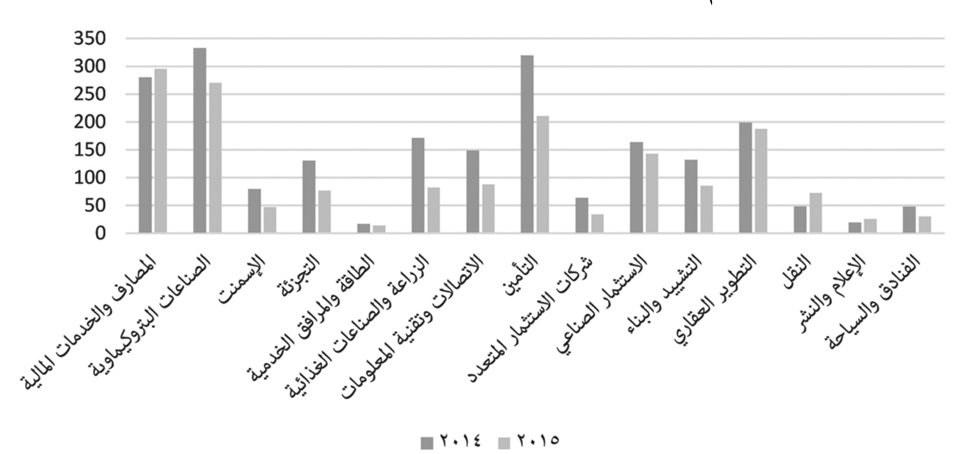
مقارنة مؤشرات السوق الرئيسية بين العامين ٢٠١٤ و٢٠١٥

	٢٠١٤	٢٠١٥	مقدار التغير٪
المؤشر العام (نقطة)	٨,٣٣٣	٦,٩١١	١٧ ↓
قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	٢١٤٦	١٦٦٠	٢٢,٦ ↓
عدد الأسهم المتداولة (مليار)	70.8	٦٥,٩	٦,٥ ↓
عدد الصفقات المنفذة (مليون)	35.7	٣٠,٤٤	١٤,٨ ↓
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم (مليار)	8.6	٦,٦	٢٣ ↓

ويُعزى انخفاض المؤشرات الرئيسية للسوق لعدة عوامل اقتصادية وجيوسياسية، فقد سجَّلت أسعار النفط أقلَّ مستوياتها عند ٣٧ دولاراً لخام برنت في ٢٠١٥، وبدأت عاصفة

الحزم في اليمن، ورفعت مؤسسة النقد أسعار الفائدة بربع نقطة تبعاً للخطوة التي اتخذها البنك الفيدرالي الأمريكي برفع سعر الفائدة بنصف نقطة (٢٥ نقطة أساس) في أواخر ٢٠١٥، كما كان قرار رفع أسـعار الطاقة وتعريفة استهلاك الكهرباء، والذي أُعلن أنه سيدخل حيزَ التنفيذ مع بداية عام ٢٠١٦، من العوامل السلبية التي أدت إلى انخفاض سوق الأسهم.

وفيـما يتعلق بالإدراجـات الجديدة في السـوق، فقد تمَّ طرح أربع شركات مسـاهمة جديدة في السوق[٨٠]؛ مما رفع عدد الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها في سوق الأسهم السعودية إلى ١٧١ شركة. وفيما يتعلق بأداء المؤشرات الفرعية، فيُوضِّح الشكل رقم (٣-٣٣) كمية السـيولة المتداولة في القطاعات الفرعية، ويُلاحظ انخفاض السـيولة المتداولة في ١٢ قطاعـاً فرعيًّا، بما فيها قطاعات الصناعات البتروكيماويـة والتأمين والتطوير العقاري، وهي القطاعات التي كانت تستحوذ على أكثر السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية في السوق، كما أنهت أسـهُم ١٤ شركة عام ٢٠١٥ بأداء سيئ، مُسـجِّلةً أسعاراً تقلُّ عن قيمتها الاسمية (القيمة الاسمية للأسهم عشرة ريالات سعودية).



شكل (٣-٣٣): مقارنة حجم السيولة المتداولة في القطاعات الفرعية بين عامي ٢٠١٤ و٢٠١٥ (مليار ريال)

(٨٠) الشركات الأربع المدرَجة هي: الأندلس العقارية، الشرق الأوسط لصناعة الورق (مبكو)، الخدمات الأرضية، ساكو.

٣-٤-١٠. أبرز الملاحظات على أداء السوق خلال الفترة الثالثة:

١- يُلاحـظ التذبذب الكبير على أداء السـوق في هـذه المرحلة، كما يُلاحـظ التبادلية بين إغلاق المؤشر العام وبقية المؤشرات الرئيسـية للسوق؛ فإن ارتفع المؤشر انخفضت بقية المؤشرات، والعكس بالعكس.

٢- سـجَّل المؤشر العام أقلَّ مسـتوياته في نهاية ٢٠٠٨ تزامناً مع انخفاض المؤشرات العالمية نتيجـة الأزمة المالية العالمية التي ضربت أمريكا وانتشرت لبقية مؤشرات العالم بسرعة، ولكنه سرعان ما عاد لمستوى فوق ٦٠٠٠ نقطة خلال السنة التالية مباشرة.

٣- شـهد السـوق خلال الفترة الثالثة طَرْح عدد كبير من شركات التأمين حيث تمَّ طرح ٢٠ شركـة تأمين جديدة؛ مما رفع عـدد شركات القطاع من ١٥ شركة في ٢٠٠٧ إلى ٣٥ شركة بنهاية ٢٠١٥.

٤- وللسـبب السابق ذكره في (٣)، مضافاً له صغر حجم ورسملة الشركات المدرَجة في قطاع التأمين؛ فقد تحوَّلت شركات هذا القطاع إلى شركات مُفضَّلة للمضاربين، واستحوذ قطاع التأمين على سيولة جيدة خلال هذه الفترة، وكان القطاع الأول في الاستحواذ على السيولة في ٢٠١٣ والثاني في ٢٠١٤ بسبب المضاربة الكبيرة التي شهدتها أسهُم هذا القطاع.

٥- على الرغم من زيادة عدد الشركات في السوق خلال الفترة الثالثة إلا أن الحصة الكبرى من أسهم الشركات الكبيرة، مثل سابك والاتصالات والبنك الأهلي التجاري، بقيت خارج التداول؛ لأن ملكيتها تتوزع بين الصناديق الحكومية وشبه الحكومية الثلاثة: (صندوق الاستثمارات العامة، صندوق مؤسسة التقاعد، صندوق المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية).

٦- لم تصل السيولة المتداولة في أيٍّ من القطاعات الفرعية التي تم استحداثها عام ٢٠٠٨ إلى تريليون ريال كما كان يحصل في بعض القطاعات الفرعية القديمة، وكان قطاع الصناعات البتروكيماوية بعد التقسـيم الجديد للقطاعات هو الأكثر اسـتحواذاً على السيولة رغم تذبذبها بين عام وآخر.

٧- يُلاحظ التذبذب الكبير في أداء السـوق بين ربع وآخر خلال العام الواحد، وعلى سـبيل المثال: فقد كان السوق يُسجِّل مستويات منخفضة خلال الثلاثة أرباع الأولى من ٢٠٠٧، إلا أنـه عكَس الاتجاه في الربع الرابع وارتفع بنسـبة ٤٢٪؛ مما جعل المؤشر العام يُغلِق

على ارتفاع مقداره ٤٠٪ مقارنةً بإغلاق الســوق في نهاية ٢٠٠٦، وعلى العكس فقد شهد العام ٢٠١٤ أداءً جيداً للسوق خلال الثلاثة أرباع الأولى، ولكنه عكَس اتجاهه ومسح كل الارتفاعات الإيجابية في الربع الأخير من العام، ليقفل العام على انخفاض طفيف مقارنة بإغلاق المؤشر بنهاية ٢٠١٣.

٨- شــهدت الفترة الثالثة تدني أداء أســهم بعض الشركات، حيث أقفلت أســهم شركة زين وشركة دار الأركان عام ٢٠١٣، مســجلةً أســعاراً دون قيمتها الاســمية، وكانت الشركتان أنفســهما إضافة لشركة إعمار قد أقفلت دون قيمتها الاسمية بنهاية عام ٢٠١٢، في حين أنهت خمس شركات عام ٢٠١٥ دون قيمتها الاســمية، وهذه الظاهرة لم تكن موجودةً ولا معروفة خلال الفترة الثانية التي تمَّ استعراضها سابقاً في هذا الكتاب.

٩- على الرغم من التذبذب الشديد خلال الفترة الثالثة إلا أن المضاربة على أسهم الشركات الصغيرة كانت نشــطةً وكبيرة في بعض الأحيان؛ وهو ما أدَّى لرفع أسعار أسهم الشركات الصغيرة نتيجة المضاربة وتدوير الأســهم، وعلى ســبيل المثال: كانــت الخليجية للتأمين وسوليدرتي هما أعلى الشركات ارتفاعاً خلال ٢٠١٠، في حين كانت الطيار وشمس والحكير هي الأعلى ارتفاعاً في ٢٠١٣، وكانت الأبحاث والتسويق إضافةً إلى شركة مبرد هي الأعلى ارتفاعاً في ٢٠١٥.

١٠- فيــما عدا البنك الأهلي التجاري، فكل الشركات التي تمَّ طرحُها في الســوق خلال هذه الفترة هي شركات صغيرة لم تُزِد عمق السوق ولا سعتها، بل إنَّ كثيراً منها تحوَّلت لتكون شركات مضاربة بحتة (على سبيل المثال، كانت سوليدرتي هي ثاني أكثر الشركات ارتفاعاً في ٢٠١٠، ولكنها انتقلت بسرعة لتكون ضمن الشركات التي تُسجِّل سعراً أقلَّ من قيمتها الاسمية في ٢٠١٥).

الفصل الرابع
كفاءة سوق المال السعودية

٤-١. تمهيد:

نالت فرضية كفاءة السوق المالية Efficient Market Hypothesis (يتم اختصارها عادة EMH) اهتماماً كبيراً في الأوساط المالية والأكاديمية منذ أن نشَر يوجن فاما Eugen Fama ورقته في ١٩٧٠، وهي الورقة التي ظهر فيها مصطلح السوق الكفؤة «Efficient market» للمرة الأولى في البحوث العلمية. ولاختبار فرضية كفاءة السـوق اسـتخدم الباحثون عدداً من الأسـاليب الإحصائية لإثبات أن أسـعار الأوراق المالية تتبع «السير العشوائي Random Walk»؛ بمعنـى أنهـا لا تتبع أيَّ نمط معـروف يمكن معه التنبؤ بأسـعار هذه الأوراق في المستقبل. في هذا الفصل سيتم الحديث عن تاريخ فرضية كفاءة السوق المالية، ثم أنواعها وصيغها الثلاث المعروفة، كما سيتم الحديث أيضاً عن أهم الأساليب الإحصائية المستخدَمة في البحوث العلمية لاختبار كفاءة السوق من عدمها.

٤-٢. مفهوم كفاءة السوق المالية، نشأتها، أقسامها، شروطها، وأهميتها:

٤-٢-١. نشأة وتعريف مصطلح كفاءة السوق المالية:

تتعلق كفاءة السـوق المالية بقدرة السـوق على تعديل أسـعار الأصول المتداولة فيها بصورة سريعة تبعاً لوصول معلومات جديدة تؤثر على أسـعار هذه الأصول. وتعيد بعض الدراسات تاريخَ مفهوم كفاءة السوق المالية إلى عام ١٩٠٠ ميلادية حينما قام عالم الرياضيات الفرنـسي«Louis Bachelier» في بحـث قدَّمه للحصول على درجة الدكتـوراه بإجراء أول تحليل اعتمد على الرياضيات والإحصاء لعوائد الأسهم (Sewell, 2011).

وتعيد دراسـات أخرى المفهوم إلى ١٩٣٣ حينما قام «Cowles» بأول اختبار لمعرفة إنْ كان يمكن تحقيق عوائد في الأسواق الناضجة تفوق الاختيار العشوائي لمجموعة من الأسهم،

وهــو الاختبــار الذي قاد فيما بعــدُ كلاً مــن «Cowles and Jones» في عام ١٩٣٧ لابتكار فرضية أو نموذج الســير العشــوائي لأسعار الأسهم The Rrandom Walk of Stock Price (Ang, Goetzmann and Schaefer, 2011).

وفي عام ١٩٦٥ نشر الاقتصادي الشهير «بول ساملسون Paul Samuelson» ورقة مهمة، أوضح فيها أن أســعار الأسهم تتبع لفرضية السير العشوائي، وتوسَّع في تطبيق نموذج للتوقُّع بمستقبل الأسعار، حيث توصَّل إلى نموذج «التوقُّع العدمي للعائد Martingale»[٨١]، وأثبت فيــه أن العوائد المســتقبلية لا يمكن التنبــؤ بها حتى مع معرفة المتوســط والتباين لعوائد الأسهم الحالية.

وفي ١٩٦٦ أثبت بونويت ماندلبورت «Benoit Mandelbort» أنه لا يمكن للمستثمر التفوق على أداء الســوق إنْ لم يكن بحوزته معلومات يستفيد منها في ذلك الاستثمار؛ وهو ما يعني أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية هو لعبة عادلة Fair game (Burton and Shah, 2015)[٨٢].

هذه الجهود والبحوث الســابق الإشــارة إليها اســتفادَ منها أســتاذ الاقتصاد في جامعة شــيكاغو الأمريكية يوجين فاما «Eugen Fama» حينما نشَر ورقته في ١٩٧٠، وهي الورقة التــي ظهر فيها مصطلح الســوق الكفــؤة «Efficient market» للمــرة الأولى في البحوث العلمية، وهو ما جعل المصطلح يلتصق باسم فاما، وهو ما أهلَّه أيضًا بعدها للفوز بجائزة نوبل في علم الاقتصاد عام ٢٠١٣.

عــرَّف فاما (Fama, 1970) الســوق الكفوءة Efficient Markets بأنها الســوق التي تعكس بشكل كامل وسريع جميعَ المعلومات المتاحة في سعر السهم.

«An efficient market is a market that adjusts rapidly to new information».

ويعرِّفها أيضاً بقوله: «إن الســوق يكون كفؤاً إذا عكســت أسعارُ الأوراق المالية بشكل

(٨١) أفضل توقع للمتغير العشوائي X_{t+1} هو X_t. ويمكن صياغته رياضياً:

If $E(X_{t+1} l \Omega_t) = X_t$, X_t is a martingale, where the best forecast of X_{t+1} is X_t.

(٨٢) بمعنى أن العائد المتوقع (غير العادي) باستخدام المعلومات المتاحة للجميع = صفر.

ويمكن تمثيلها رياضياً: $E(X_{t+1|\Omega_t}) = 0$ If , X_t is fair game

كامل وفوري جميعَ المعلومات المتاحة عنها والمتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والتوقعات المستقبلية، حيث إنَّ السعر يعكس القيمَ الاقتصادية التي تستند إليها قيمة السهم».

ويعرِّفها مالكيل (Malkiel, 1992) - وهو أحد الأنصار الكبار لفرضية كفاءة السـوق - بأن «السـوق الكفؤة هي التي تعكس بشكل كامل وصحيح جميعَ المعلومات المتاحة ذات الصلة بتحديد أسـعار الأسـهم، وبالتالي يكون السـوق كفؤاً بالنسبة لفئة أو نوع معين من المعلومات المتاحة لجميع المتعاملين، والتي لا ينجم عن استغلالها تحقيق أرباح غير عادية» (بخالد، ٢٠١٥).

وتُعرف كذلك بأنها «السوق التي يعكس فيها سعرُ الورقة المالية المتداولة في تاريخ معين كلَّ المعلومـات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، كما أنَّ أيَّ معلومات جديدة عن هذه الورقة سوف تنعكس بصورة فورية على السعر بعد إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق مباشرة؛ وهذا يعني أن أي معلومة جديدة سوف ينعكس أثرها في السعر إيجابياً أو سلبياً» (كافي، ٢٠١٦).

٤-٢-٢. الكفاءة التشغيلية (الداخلية) وكفاءة المعلومات (الخارجية):

يُلاحظ من التعريفات السابقة وغيرها أن مصطلح كفاءة السوق المالية يتعلق بالمعلومات ودور المعلومات في تحديد أسـعار الأصول المالية «Informational Efficiency»، وتُسمَّى هذه الكفاءة بالكفاءة الخارجية أو كفاءة التسعير(Price Efficiency)، وهي تتعلق بسرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وألا يتكبدوا في سـبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسـعار الأسـهم مرآةً تعكس كافة المعلومات المتاحة؛ بذلك يصبح التعامل في السوق لعبةً عادلة (Fair Game)؛ لأن الجميعَ لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادية على حسـاب الآخرين ما لم يعرف معلومات إضافية لا يعرفها جميع المتداولين (مصيطفى وبوزيان، ٢٠١٥).

أما الكفاءة الداخلية فتُسـمَّى كفاءة التشـغيل (Operational Efficiency)، وتتعلق بقدرة السـوق على خَلْـق توازن بين العـرض والطلب على الأصول الماليـة دون أن يتكبد المتداولون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يُتاح للتجَّار والمتخصصين (أو صنَّاع السوق)

فرصــة لتحقيق مدى أو هامش ربح يفوق المعقول. وبالتأكيد، فإن كفاءة التســعير تعتمد إلى حدٍ كبير على كفاءة التشغيل سواء يدوياً أو إلكترونياً، إضافةً إلى كفاءة وصول المعلومات للجميع في وقت واحد ومتقارب.

وتتحقق الكفاءة الداخلية كذلك بحرية الدخول والخروج من الســوق في أي وقت ولمن شاء، والتنافس بين السماسرة الذين عن طريقهم يتم التعامل بصورة لا تسمح لهم بالحصول عــلى أرباح احتكارية، إضافةً إلى كفاءة النظام التشــغيلي (الإلكتروني) وعدم توقفه وتكرار أعطالــه. ويربط البعض ارتباط كفاءة الســوق المالية بالكفــاءة الاقتصادية «Economic Efficiency»، حيث يقترب ســعر الورقة المالية في الســوق الكفؤة مــن قيمتها الفعلية أو الجوهريــة «Interesnic Value»؛ وهــو ما يؤدي لتخصيص أفضل للمــوارد «Resource Allocation» في المجتمع (الرزين، ١٤٢٦هـ).

٤-٢-٣. الشروط الأساسية لتحقُّق الكفاءة في السوق المالية:

لكي تتحقق الكفاءة في السوق المالية فلا بد أن تتوافر في السوق الشروط التالية:

- الشــفافية، بحيــث تكون جميع المعلومــات متاحةً للعامة بشــفافية وفي نفس التوقيت وبدون أي تكلفة أو بتكلفة لا تُذكر، لجميع المتعاملين في السوق المالية.
- أن يكون عدد المتداولين في الســوق كبيراً، ولا يوجد أي رابطة بينهم سوى سعي كل منهم لتحقيق الأرباح، ولا يســتطيع الواحد منهم التأثير على الســوق تأثيراً ملموســاً ســواء في دخوله إليه أو خروجه منه.
- عدم وجود أي قيود فعلية أو معنوية على الدخول للسوق أو الخروج منه، مثل التكاليف المرتفعة أو الضرائب العالية على التعاملات في السوق.
- المستثمرون جميعهم في الســوق ممَّن يتصفون بالرُّشد الاقتصادي، حيث يسعى الجميعُ إلى تعظيم منفعتهم من خلال التداول في البيع والشراء في الأوراق المالية.
- وجود جهاز حكومي مركزي (هيئة سوق المال) مُراقِب للسوق وتعاملاتها، والتزام الشركات بإصدار بياناتها ومعلوماتها الصحيحة سواءً أكانت مالية أو غير مالية، في الوقت المطلوب، ومعاقبة أي تأخر أو غش أو تدليس في البيانات.

- وجود مكاتب ووكالات وسماسرة تخدم المستثمرين في السوق وتُقدِّم لهم المشورة، وتزوِّد السوق بالتقارير والمعلومات والبحوث الصحيحة، بما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرار الاستثمار الصحيح.

٤-٢-٤. أهمية كفاءة السوق المالية:

لا شك أنَّ وجود سوق مالية كفؤة أمرٌ له دلالاته الاقتصادية المهمة، ومنها:

- السوق المالية الكفؤة تعني أنَّ الأسعار التي تُتداول عندها الورقة المالية هي السعر العادل، وبالتالي فلا غَبْنَ ولا تضليلَ لأيٍّ من المتداولين في السوق.
- في ظل السوق الكفؤة، فإن التسعير الخاطئ للأوراق المالية لن يستمر طويلاً، حيث ستُعدِّل السوق من خلال المعلومات والبيانات المتاحة هذه الأسعارَ بما يجعلها تعود لقيمتها العادلة.
- السوق المالية الكفؤة تُوفِّر الحمايةَ والثقة التي يحتاجها ويرغب فيها المستثمرون، بما يُشجِّع على زيادة الاستثمارات ويضمن تدفُّقها من الداخل والخارج.
- السوق الكفؤة أداة جيدة لتحقيق التوزيع والتنويع الأمثل لاستثمار الأموال، بما يؤدي لتوزيع وتقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار عادةً.
- السوق المالية الكفؤة وسيلة فعَّالة لتحقيق الكفاءة في توزيع الموارد، وكفاءة استثمار الأموال المتاحة في المجتمع.

٤-٣. أشكال أو صيغ كفاءة السوق المالية:

قسَّم فاما (١٩٧٠) فرضية كفاءة السوق المالية اعتماداً على نوعية المعلومات المفترض انعكاسها على قيمة الورقة المالية في الوقت المحدد إلى ثلاثة أقسام، هي:

الأول: المستوى أو الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق المالية[٨٣] «The Weak Form of Market Efficiency»، وتنص على أن أسعار الأصول الحالية تعكس كلَّ المعلومات

(٨٣) يعتمد التحليل الفني للسوق على هذه الصيغة، حيث يعتقد المحللون الفنيون أن دراسة السعر التاريخي، وحجم التداولات للسهم المعين يمكِّن من تحديد كيفية تحرُّك الأسعار، وبالتالي فيمكن التنبؤ باتجاه تحرُّك سعر السهم في المستقبل.

التاريخية عن الورقة المالية (المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم، وأحجام التداول التي جرت في المــاضي وما طرأ عليها من تغيرات)، وهــذه المعلومات متاحةٌ للجميع دون تكلفة تُذكر؛ وبالتالي فمتى كان السوق كفؤاً بحسب هذه الصيغة، فلا يمكن لأي مستثمر الاستفادة من البيانات التاريخية المتاحة للعامة جميعهم للتنبؤ بالأســعار المســتقبلية للسهم، ولا تحقيق عوائد تتجاوز أو تفوق متوسط السوق «Beat the Market»[٨٤].

الثاني: المســتوى أو الصيغــة شــبه القويــة «The Semi-Strong Form of Market Effeciency»، وتنــصُّ هــذه الصيغة على أنَّ أســعار الأصول تعكس تمامــاً كلَّ المعلومات التاريخيــة والمعلومــات الأخــرى عن الورقــة المالية، مثل: الظــروف السياســية، والأخبار الاقتصادية، والتقارير المالية، وظروف المنشأة أو القطاع، والقوائم المالية، والعوائد، والتقارير السنوية والربعية، وإعلانات توزيع الأرباح[٨٥]. وبما أن جميع المستثمرين والبائعين قادرون عــلى اســتخدام هذه المعلومــات دون تُكلفة أو قيــود تُذكر، فمتى كان الســوق كفؤاً فلا يمكن لأي مستثمر الاستفادةُ من البيانات التاريخية والحالية المتاحة للعامة جميعهم للتنبؤ بالأســعار المستقبلية للســهم، ولا تحقيق عوائد غير عادية (أرباح اســتثنائية) اعتماداً على معرفة وتحليل هذه المعلومات المتاحة للعامة جميعهم.

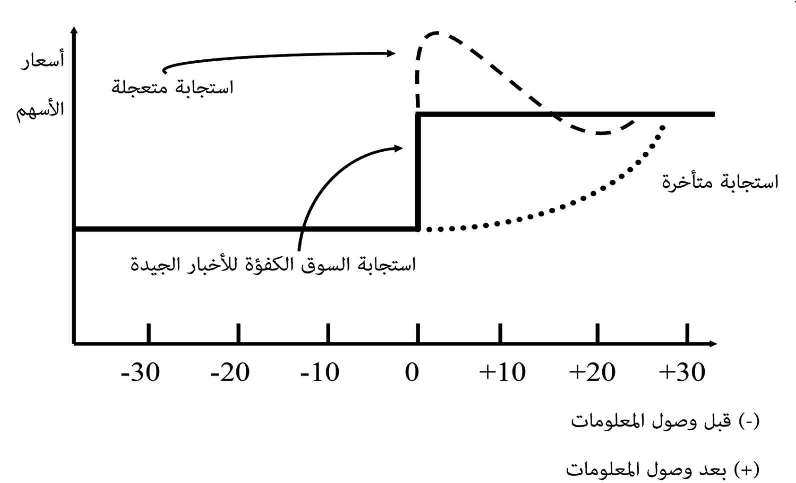
ويُوضِّح الشــكل رقم (٤-١) (أ، ب) كيفية اســتجابة أسعار الأسهم للمعلومات الجديدة باســتخدام الصيغة شــبه القوية في حالة ورود أو نشر أخبار جيدة أو ســيئة عن الشركة أو السهم المعين.

---

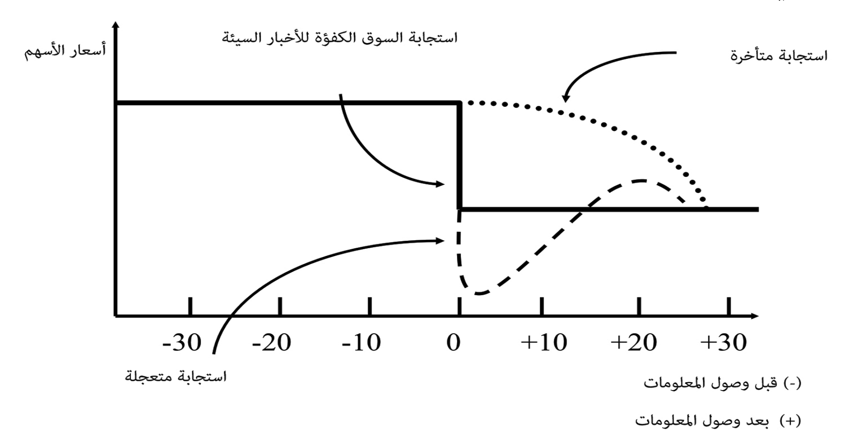
(٨٤) مصطلح يُستخدم بكثرة في السوق المالية، ويعني قدرة المستثمر على تحقيق عوائد تتفوق على متوسط عوائد السوق المالية.

(٨٥) يُطلق على هذه الصيغة دراسة الحدث Event study.

أ. في حالة وصول المعلومات الجيدة للسوق.



ب. في حالة وصول المعلومات السيئة للسوق.



المصدر: Chaffin, 2013

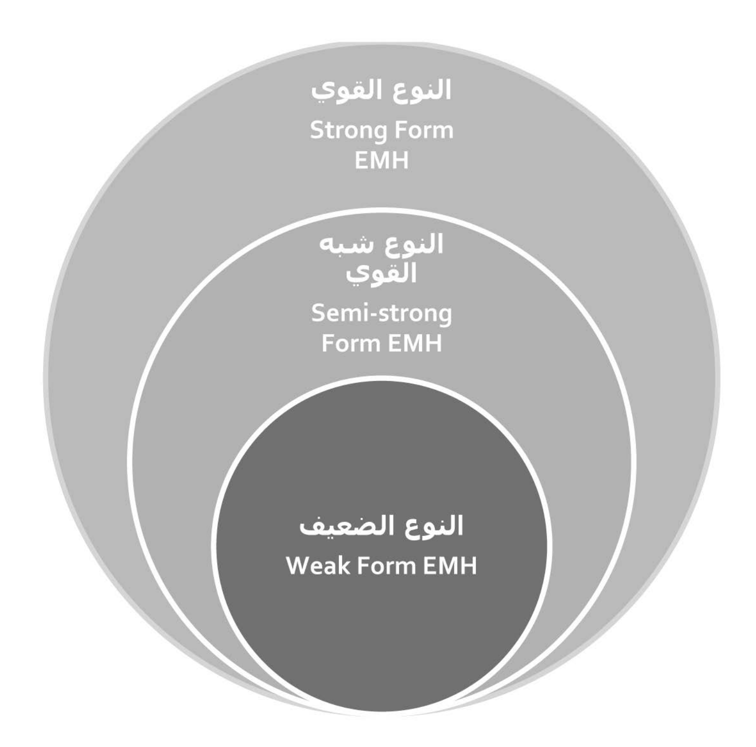
شكل (٤-١): استجابة أسعار الأسهم للمعلومات الجديدة في حالة كفاءة السوق وعدم كفاءة السوق

وكما يُلاحظ من الشــكلين، ففي حالة عدم كفاءة السوق سيكون هناك استجابة مفرطة «Overreaction» أو متعجلة كما يمثِّلها الخط المتقطع، أو استجابة متأخرة للحاق بالسوق وعدم الاســتفادة من المعلومات حين ورودها للســوق مباشرة (وهو ما يمثِّله الخط المنقط) على الشكلين (أ ، ب). بينما يمثِّل الخط العريض استجابة السوق والمتعاملين فيها للمعلومات الجيدة أو السيئة حين ورودها إلى السوق مباشرةً، وهي الحالة التي تُمثِّل كفاءة هذه السوق وفقاً لفرضية كفاءة السوق المالية من النوع الثاني (الصيغة شبه القوية).

الثالث: المســتوى أو الصيغة القوية من كفاءة الســوق المالية «The Strong Form of Market Effeciency»، وتنصُّ هذه الصيغة على أن أســعار الأصول تعكس كلَّ المعلومات التاريخية والمعلومات الأخرى عن الورقة المالية (أي تتضمن الصيغتين الأولى والثانية)، إضافةً إلى المعلومــات الخاصة أو الداخلية (غير المتاحة للعامة)، مثل المعلومات التي يعرفها مدير الشركة أو أعضاء مجلس إدارتها «Insider Information»[٨٦] ولا يعرفها بقية المســتثمرين والمتداولــين في الســوق المالية. ومتى كان الســوق كفؤاً بحســب هــذه الصيغة فلا يمكن لأي مستثمر الاســتفادةُ من البيانات التاريخية والحالية المتاحة للعامة أو حتى المعلومات الخاصة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية للسهم، ولا تحقيق عوائد غير عادية اعتماداً على معرفة وتحليل هذه المعلومات.

ويلخص الشــكل البياني رقم (٤-٢)، مســتويات أو صيغ الكفاءة الثلاث في السوق، حيث يتضمــن النوع شــبه القوي النوع الضعيف ولكن العكس ليــس صحيحاً، كما يتضمن النوع القوي كلاً من النوعين الضعيف وشــبه القوي؛ وهذا يعني أنه متى كان السوق كفؤاً حسب الصيغة شــبه القوية فهذا يعني أنه كفؤ حســب النوع الضعيف، ومتى كان كفؤاً بحســب صيغة الكفاءة القوية فهذا يعني ضمنياً أنه كفؤ كذلك بحســب الصيغتين الضعيفة وشــبه القوية.

(٨٦) لاحظ أن الاستثمار والمتاجرة بناءً على المعلومات الداخلية أمرٌ يعاقب عليه القانون؛ لذا يصعب إثبات أو دراسة هذه الصيغة من الكفاءة عملياً.



شكل (٤-٢): صيغ الكفاءة الثلاث في السوق المالية

٤-٤. الأساليب الإحصائية المستخدمة لقياس الكفاءة الضعيفة في السوق المالية:

بالرغم من أهمية فرضية كفاءة السوق المالية إلا أنها نموذج غير قابل للاختبار في ذاته، ولكن وبحسب «فاما» فالقول إن أسعار الأصول الحالية تعكس بشكل كامل كلَّ المعلومات المتاحة في السوق، فهذا يتضمن أن الأسعار المتوالية (أو بطريقة أكثر وضوحاً، إذا كانت عوائد الفترة الواحدة Successive one-period returns) مستقلة «Independent» عن بعضها البعض وتوزيعاتها الإحصائية متطابقة «Identically distributed»، فإن هاتين الخاصيتين تعنيان أنَّ سعر الأصل المالي يتبع لنموذج السير العشوائي Random walk model (يُختصر عادة لـ RW).

والرابط أو العلاقة بين نموذج الســير العشــوائي وفرضية كفاءة الســوق المالية أن الأول خاصية يجب تحقُّقها أولاً حتى يمكن وصف الســوق المعين بأنه كفؤ حســب فرضية كفاءة الســوق المالية. ومن هنا جاءت الاختبارات الإحصائية للتأكُّد من أن الســوق المالي المعين يتبع نموذج الســير العشــوائي، فإذا تحقَّقت هذه الخاصية كان السوق كفؤاً بحسب النوع الضعيف من فرضية الكفاءة؛ ولذلك يُســتخدَم المصطلحان بالتبادل فيما بينهما، فالســوق الكفؤ بحســب الصيغة الضعيفة للكفاءة يتبع نموذج الســير العشوائي، والسوق الذي يتبع نموذج السير العشوائي هو سوق كفؤ بحسب النوع الضعيف للكفاءة.

٤-٤-١. اختبار نموذج السير العشوائي «Random Walk Test»:

نموذج الســير العشــوائي«Random Walk Model» (ويتم اختصاره عادة بـ RWM) يعني أن أسعار الأصول في الأسواق المالية لا تتبع نمطاً معيناً أو طريقة معينة معروفة، وإنما تتحرك بشــكل عشــوائي بما لا يمكن معه التنبؤ باتجاه هذه الأســعار في المستقبل. وبمعنى رياضي، فإن ســعر الســهم اليوم ما هو إلا سعر السهم أمس زائداً بعض التغير المستقل عن أي معلومات تاريخية معروفة عن الســهم. ويمكن تمثيل فرضية الســير العشــوائي رياضياً حسب المعادلة التالية:

$$p_t = \mu + p_{t-1} + \varepsilon_t \qquad \varepsilon_t \sim \mathrm{IID}(0,\sigma^2) \qquad (١-٤)$$

حيــث إن μ هي التغير المتوقع في ســعر الســهم، و $\varepsilon_t \sim \mathrm{IID}(0,\sigma^2)$ يعني أن ε_t مســتقل ومتطابق التوزيع «IID»[٨٧] بمتوســط قدره صفر وتباين ثابت. وهذا النوع من نموذج السير العشوائي يُسمَّى RW1.

وبالتأكيــد، فــإن افتراض تطابق التوزيــع الطبيعي في المعادلة رقــم (٤-١) أمرٌ لا يمكن تحقُّقه وخصوصاً في أسعار الأسهم على المدى الزمني الطويل؛ نظراً لتغيُّر الظروف والعوامل الاقتصادية أو الاجتماعية أو التقنية التي تؤثر على الأسعار في سوق الأسهم. وبالتالي فعادةً ما يتم استبعاد افتراض تطابق التوزيع واستبداله في النوع الثاني من فرضية السير العشوائي RW2، والتي يمكن كتابة معادلتها رياضيًّا كالتالي:

(٨٧) اختصار لـ «Independently and identically distributed».

$$p_t = \mu + p_{t-1} + \varepsilon_t \qquad \varepsilon_t \sim \text{INID}(0, \sigma_t^2) \qquad (٤-٢)$$

حيث يُلاحظ في المعادلة (٤-٢) استبعاد افتراض تطابق التوزيع واستبداله بعدم التطابق (INID)، وهو ما يســمح لظاهرتي عدم تجانس التباين«hetroskedasticity»، والتطايرية «volatility» المعروفتين بكثرة في أسعار الأسهم.

وبالتأكيد، ما زال نموذج السير العشوائي الثاني RW2 يمتلك نفس الخاصية المهمة للنوع الأول RW1، وهي عدم إمكانية التنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل بناءً على معرفة التغير في أسعار الورقة المالية المعينة في الماضي.

ويمكــن اختبار النوع الثاني RW2 في الأســهم باســتخدام التحليل الفنــي «Technical analysis» [٨٨] أو النماذج اللامعلمية «non-parametric methods»، مثل: اختبار الفلترة «filter rules» واختبــار التكرارات «Runs test»، حيــث لا تتطلب الاختبارات اللامعلمية افتراض التوزيع المتطابق، وهو ما سنراه في الجزء القادم من الكتاب.

النوع الثالث في نموذج الســير العشــوائي RW3 يســمح بالتبعية أو عدم الاســتقلالية «dependence» بين السلاسل الزمنية ولكن ليس في الفروق بينها، وهو أكثر أنواع النموذج شيوعاً واستخداماً، ويمكن شرحه في المعادلتين التالية:

$$\text{cov}(\varepsilon_t, \varepsilon_{t-k}) = 0 \qquad \text{for all } k \neq 0 \qquad (٤-٣)$$

$$\text{cov}(\varepsilon_t^2, \varepsilon_{t-k}^2) \neq 0 \qquad \text{for some } k \neq 0. \qquad (٤-٤)$$

ففــي المعادلة (٤-٣) فإن التغاير«Covariance» يســاوي صفــراً (لا يوجد ارتباط بين الاثنين)، في حين أن مربع التغاير في المعادلة (٤-٤) يمكن أن لا يساوي الصفر (يسمح بوجود ارتبــاط بين المتغيرين). وهذا النوع من الفرضية RW3 يمكن اختباره باســتخدام الارتباط الــذاتي serial correlation، واختبــار معدل التبايــن variance ratio test، وغيرهما من الاختبارات.

---

(٨٨) يقوم التحليل الفني بدراسة التحرُّكات التاريخية لأسعار الأسهم وكمياتها بهدف توقُّع حركة أسعار هذه الأسهم في المستقبل.

٤-٤-٢. اختبار الارتباط الذاتي «Autocorrelation Test»:

اختبار الارتباط الذاتي «Serial correlation» ويُسمَّى أيضاً «Autocorrelation test»، هــو اختبار لمعامل الارتباط الــذاتي «Serial correlation coefficient test»، وهو اختبار معلمي «Parametric test»، ويُعتبر أحدَ الاختبارات الســهلة والمباشرة، واستخدمه فاما في ورقته الأولى لاختبار فرضية الســير العشــوائي في سوق نيويورك للأوراق المالية، فمتى كانت أسعار الأسهم تتحرك عشوائيًّا، فإن الأسعار بين الفترة الحالية والفترة السابقة يجب ألا يكون بينهــا أي ارتباط؛ وبالتالي فإن معامل الارتباط الذاتي يجب أن يســاوي صفراً. ويمكن شرح الارتباط الذاتي رياضيًّا كما يلي:

$$\rho(k) = \frac{Cov(r_t, r_{t+k})}{\sqrt{Var(r_t)}\sqrt{\text{var}(r_{t+k})}} = \frac{Cov(r_t, r_{t+k})}{\text{var}(r_t)} \quad (٤-٥)$$

حيث إن $\rho(k)$ هو معامل الارتباط الذاتي، r_t هو العائد في الزمن t، في حين تمثل k الفروق الزمنية «lags».

ومتــى كان الســوق محل الدراســة كفؤاً بحســب الصيغــة الضعيفة لكفاءة الســوق الماليــة Weak Form فلا بد أن يكون التغير في الأســعار غير مترابطٍ (price changes are uncorrelated) $\rho(k) = 0$.

وفي حالة وجود ارتباط ذاتي بين المتغيرات فستتركز قيمة $\rho(k)$ بين -١ و+١، حيث إن:

$$-1 \leq \rho(k) \leq +1$$

ويدل الرقم الســالب أو الموجــب على اتجاه العلاقة بين المتغيرين؛ فإن كانت الإشــارة موجبــة فهذا يعني أن المتغيرين يســيران في اتجاه واحد، وإن كانت ســالبة فهذا يعني أن التغير في المتغير المستقل يؤدي إلى تأثير أو اتجاه عكسي للمتغير التابع.

ولأن اختبــار معامل الارتباط الذاتي هو اختبار فــردي يعتمد على عدد الفروق الزمنية المختارة للسلسلة الواحدة، فيمكن أيضاً استخدام اختبار Ljung-Box (1978) الذي يقيس الارتباط بشكل كلي overall correlation حتى عدد الفروق الزمنية المختارة. ويمكن تمثيل هذا الاختبار رياضيًّا كالتالي:

$$LB = n(n+2)\sum_{k=1}^{m}\left(\frac{\hat{\rho}_k^2}{n-k}\right) \sim \chi^2(m) \qquad (٤-٦)$$

حيــث تمثــل m الفروق العظمى المختــارة، n حجم العينة، و α مســتوى الدلالة المعنوية، وهذا الاختبار يتبع لتوزيع تربيع كاي χ^2 مع درجة حرية m.

وفــرض العــدم H_0 في هــذا الاختبار أن الارتبــاط الذاتي الجمعي لــكل فترة الفــرق الزمني المختار لا يختلف عن الصفر «autocorrelation up to certain lags are jointly not different from zero».

في مقابــل الفرض البديل H_1 فــإن الارتباط الذاتي الجمعي لكل فــترة الفرق الزمني المختار يختلف عن الصفر «autocorrelation up to certain lags are jointly different from zero».

وبالطبع، يعيب اختبار معامل الارتباط الذاتي أنه يسمح فقط في حالات الارتباط الذاتي مــن الدرجة الأولى، ولا يمكن تطبيقه لاختبار الارتباط الــذاتي من درجات أعلى. كذلك إذا ما تجاهل المحلل حالات عدم تغير الأســعار نتيجة لعدم وجود تعامل على السهم في بعض الأحيــان، فســوف يكون لذلك آثارٌ غير جيــدة على نتائج التحليل؛ ولــذا يُوصى عادةً بفرز وتنقية البيانات قبل إجراء هذا الاختبار.

٤-٤-٣. اختبار التكرارات «Runs Test»:

اختبــار التكرارات «The runs test» ويُســمَّى أيضاً اختبار «والــد ولفويتز[٨٩] Wald–Wolfowitz»، هو اختبار غير معلمي «Non –parametric test» لا يتطلب أي افتراضات عن التوزيع الإحصائي لمجتمع الدراسة، ويُستخدَم لاختبار خاصية السير العشوائي عن طريق مدى تتابع التغيرات المتشابهة في سلسلة عوائد الأسهم.

يُوضِّح اختبار التكرارات درجة الاســتقلالية في عوائد السوق عن طريق فحص مدى تتابع التغيرات المتشابهة في سلسلة العوائد الواحدة، وتُعرف التكرارات (Runs) بأنها التغير المتتابع في عائد السوق بنفس الاتجاه، فإذا ما وُجد من الاختبار أنَّ هناك تغيرات سعرية (++،٠٠،--) تحدث بشكل أكثر أو أقل من المتوقع؛ فهذا يدل على عدم العشوائية في حركة عوائد الأسهم.

(٨٩) نسبة إلى Abraham Wald and Jacob Wolfowitz، اللذين طوَّرا استخدام هذا الاختبار في عام ١٩٤٠.

وتقوم فكرة هذا الاختبار على المقارنة بين عدد التكرارات الفعلية (Actual Number of) Runs, R_a مــع عدد التكرارات المتوقعــة (Expected Number of Runs), R_e ، وكلما كان عدد التكرارات الفعلية في السلسلة قريباً من عدد التكرارات المتوقعة كانت السلسلة عشوائية.

رياضيًّا يتم حســاب عدد التكرارات المتوقعة R_e بافتراض التوزيع الطبيعي للعينة وفقاً للمعادلة التالية:

$$R_e = \frac{N(N+1) - \sum_{i=1}^{3} n_i^2}{N} \qquad (٤-٧)$$

حيث تمثل N عدد المشــاهدات، و i تشــير إلى اتجاه التغير بحسب الإشارة موجبة أو سالبة أو صفرية، وتمثل n_i مجموع التكرارات التي تأخذ الإشارة نفسها.

وانحراف معياري standard deviation "SD" كالتالي:

$$\sigma_{R_e} = \left[\frac{\sum_{i=1}^{3} n_i^2 \left[\sum_{i=1}^{3} n_i^2 + N(N+1) \right] - 2N \sum_{i=1}^{3} n_i^3 - N^3}{N^2(N-1)} \right]^{\frac{1}{2}} . \qquad (٤-٨)$$

حيث، N عدد مرات التغير في السعر، n_i عدد التغيرات التي لها نفس الإشارة، حيث إن ($i=1$) تعني تغيراً موجباً، $i=2$ تعني تغيراً سالباً، $i=3$ تعني عدم تغير السعر).

وفرض العدم في هذا الاختبار هو:

H_0: التغيرات المتتابعة في عوائد الســهم تســير بحركة عشوائية (لا يوجد فرق ذو دلالة إحصائية بين R_a و R_e).

H_1: التغيرات المتتابعة في عوائد السهم ليست عشوائية (systematic).

ويتم المقارنة بين قيمة Z المحسوبة مع قيمة Z الفعلية عند مستوى دلالة ٥٪، ويتم حسابها وفقاً للمعادلة التالية:

$$Z = \frac{R_a - R_e}{\sigma_{R_e}} \sim N(0,1) \qquad (٤-٩)$$

ويتم رفض فرض العدم للاختبار عندما تقع قيمة Z خارج الفترة (-١,٩٦، +١,٩٦)، والتي تقيس الفرقَ بين عدد التكرارات الفعلية والمتوقعة؛ وهو ما يعني أن الأسعار ليست مستقلة عن بعضها البعض، ولا تتحرك بطريقة عشوائية، كما أنه يعني أن السوق محل الدراسة ليس كفؤاً حسب النوع الضعيف لفرضية كفاءة السوق المالية (أي يمكن التنبؤ بالأسعار).

٤-٤-٤. اختبار الفلترة (التصفية) «Filter Rule Test»:

اختبــار الفلترة «The filter rule test» (يُســمَّى أيضاً اختبار التصفية)، وهو اختبار تمَّ تطويره بواســطة Alexander (١٩٦١)، واســتخدمه «فاما وبلوم Fama and Blume» في ورقتهما ١٩٦٦، وهو اختبار غير معلمي بســيط يقوم على المقارنة بين عوائد المستثمر الذي يحتفظ بالأسهم في محفظته لفترة طويلة أو ما يُسمَّى إستراتيجية (اشتر السهم واحتفظ به «buy-and-hold strategy»)، والمستثمر الذي يشتري ويبيع باستمرار في السوق.

وقد أشــارت ورقة «فاما وبلــوم» إلى أن اختبار الارتباط الذاتي اختبار بســيط لا يشرح التعقيدات في اتجاه الأســهم وتغيراتها، والتي يراها مستخدمو التحليل الفني «chartists» بوضــوح. واقترحا اســتخدام اختبار الفلترة بوصفه اختباراً أكثر قدرةً على توضيح وكشــف تحركات الأسعار في سوق الأسهم (Fama and Blume, 1966).

وفي حالة كون الســوق محل الدراســة كفؤاً، فلا يمكن للمســتثمر الذي يشــتري ويبيع باســتمرار تحقيق عوائد تفوق المســتثمر المعتمد على إستراتيجية (اشــترِ السهم واحتفظ به). وتقوم إســتراتيجية (اختبار الفلترة) على أن المســتثمر يشــتري الســهم المعين حينما ينخفض ســعره بمعدل $x\%$ ويحتفظ به حتى يعاود ســعره الارتفــاع بمعدل $x\%$، فيقوم ببيعه والخروج من السوق حتى يعاود السهم اتجاهه للنزول. وتستمر هذه العملية لفترة من الزمن، ومتى كان السوق كفؤاً فلن يستطيع المستثمر الذي يتبع اختبار الفلترة تحقيقَ عوائد تفوق ما يحققه المستثمر الذي يتبع إستراتيجية شراء السهم والاحتفاظ به.

ويمكن اســتخدام حجم أو مقياس الفلتر (معدل الارتفاع والانخفاض في ســعر الســهم) بنســب مئوية من الســعر؛ كأن تكون قيمة $x\%$ ٥٪ أو ١٠٪، حيث يقوم المستثمر بالبيع حينما يرتفع السعر بمقدار الفلتر الذي اختاره، والشراء حينما ينخفض السعر بنفس المقدار للفلتر الذي حدَّده مسبقاً.

٤-٤-٥. اختبار معدل التباين «Variance Ratio Test»:

واختبار معدل التباين (TRV) «Variance ratio test» يُنسب إلى «لو وماك كينالي Lo and MacKinlay, 1988» واللذين ناقشــا أن اختبار معدل التباين أكثر قدرةً على توضيح السير العشوائي في السوق المالية من الاختبارات البسيطة، مثل اختبار الارتباط الذاتي. ويقوم الاختبار على فرضية أن تباين السلســلة الزمنية التي تســير بشكل عشوائي يزيد مع الزمن بصــورة خطيــة «variance of increments must be a linear function of the time interval»، وبمعنى أكثر تحديداً، فإن تباين الفروقات للسلســلة الزمنية (يُرمز له بالرمز q) يجب أن يساوي q مضروباً في فرق السلسلة من الدرجة الأولى «first differences»؛ أي أنه دالة خطية في q (linear function of a time interval).

ويمكن تمثيلها رياضيًّا كما يلي:

$$\operatorname{var}\left(p_t - p_{t-q}\right) = q \operatorname{var}\left(p_t - p_{t-1}\right) \quad (٤-١٠)$$

حيث إن q أي عدد موجب يتم اختياره حسب طول المدة الزمنية. var هو التباين.

ويتم تقدير وحساب معدل التباين $\hat{VR}(q)$، حسب المعادلة التالية[٩٠]:

$$\hat{VR}(q) = \frac{\frac{1}{q}\operatorname{var}\left(p_t - p_{t-q}\right)}{\operatorname{var}\left(p_t - p_{t-1}\right)} = \frac{\hat{\sigma}^2_{(q)}}{\hat{\sigma}^2_1} \quad (٤-١١)$$

حيــث إن $\hat{\sigma}^2_{(q)}$ هو التقدير غير المتحيز للتبايــن الذي مقدار فترته q^{th} ، و $\hat{\sigma}^2_1$ هو التباين المقدر لفرق السلسلة من الدرجة الأولى «first differences»، ويمكن حساب $\hat{\sigma}^2_1$ من المعادلة التالية:

(٩٠) لمزيد من التفاصيل، انظر Lo and MacKinlay (1988).

$$\hat{\sigma}_1^2 = \frac{1}{nq-1}\sum_{t=1}^{nq}(p_t - p_{t-1} - \hat{\mu})^2 \quad (١٢\text{-}٤)$$

حيث إن: $\hat{\mu} = \frac{1}{nq}\sum_{i=1}^{nq}(p_i - p_{i-1})$

ويتم حساب $\hat{\sigma}^2_{(q)}$ حسب المعادلة التالية:

$$\hat{\sigma}^2_{(q)} = \frac{1}{m}\sum_{t=q}^{nq}(p_t - p_{t-q} - q\hat{\mu})^2$$

حيث إن: $m = q(nq - q + 1)(1 - 1/n)$

وطوَّر لو وماك كينالي (١٩٨٨) إحصائيتين هما: $\hat{Z}_q$ و $\hat{Z}^*(q)$ بافتراض حالتي تجانس التبايــن من عدمها على التوالي[٩١]؛ ففي الحالــة الأولى وهو افتراض تجانس التباين للعوائد $\hat{VR}_{(q)}$ يمكن حساب $\hat{Z}_q$ حسب المعادلة الرياضية التالية:

$$\hat{Z}_q = \frac{\hat{VR}_{(q)} - 1}{[\varphi(q)]^{1/2}} \sim N(0,1) \quad (١٣\text{-}٤)$$

حيث تُحسب $\phi(q) = \frac{2(2q-1)(q-1)}{3q(nq)}$ في حالة تجانس التباين.

وفي الحالة الثانية، وهي افتراض عدم تجانس التباين للعوائد $\hat{VR}_{(q)}$، فتُحسب $\hat{Z}^*(q)$ وفقاً للمعادلة التالية:

$$\hat{Z}^*(q) = \frac{\hat{VR}(q) - 1}{[\phi^*(q)]^{1/2}} \sim N(0,1), \quad (١٤\text{-}٤)$$

(٩١) الحالة الأولى: تجانس التباين، تُسمَّى homoskedasticity. الحالة الثانية: عدم تجانس التباين، وتُسمَّى hetero-skedasticity.

حيــث تُحســب $\phi^*(q)=\sum_{j=1}^{q-1}\left[\frac{2(q-j)}{q}\right]^2\hat{\delta}(j),$ في حالة عدم تجانــس التباين، وقيمة $\hat{\delta}(j)$ هي:

$$\hat{\delta}(j)=\frac{\sum_{t=j+1}^{nq}(p_t-p_{t-1}-\hat{\mu})^2(p_{t-j}-p_{t-j-1}-\hat{\mu})^2}{\left[\sum_{k=1}^{nq}(p_t-p_{t-1}-\hat{\mu})^2\right]^2}$$

وفرضيــة العدم لهــذا الاختبار هي H_0: العوائد تتبع فرضية الســير العشــوائي، أي أن $VR(q)=1$؛ وبالتالي فالسوق محل الدراسة كفؤ حسب النوع الضعيف من فرضية كفاءة السوق المالية.

والفرض البديل H_1: العوائد لا تتبع فرضية السير العشوائي، $VR(q)\neq 1$.

ومتى رفضت فرضية العدم، فإن كانت $VR(q)\succ 1$؛ فهذا يدل على ارتباط موجب بين مفردات السلســلة الزمنية، وإنْ كانت $VR(q)\prec 1$ فهو يعني ارتباطاً ســالباً بين العوائد للسلسلة الزمنية الواحدة.

٤-٤-٦. اختبار رايت «Wright Test»:

اختبار «رايت Wright» هو اختبار لا معلمي «non-parametric test»، لاختبار معدل التبايــن «VRT» اقترحه «جوناثان رايــت Jonathan H. Wright» في ورقة نشرها في عام ٢٠٠٠، حيــث يفوق هذا الاختبار اختبار «لو وماك كينالي Lo and MacKinlay, 1988» في حالة كون توزيع السلاسل الزمنية لا يتبع للتوزيع الطبيعي.

ويعتمد اختبار «رايت Wright» لمعدل التباين على رتبة «rank» لكل من $R1$ و $R2$ ،

وإشارة «sign» الفروق الأولى للعوائد «first differences of returns»، ويمكن تمثيله بطريقة رياضية كما يلي:

إذا كانت $r(p_t)$ هي رتبة p_t حيث إن p_t تمثّل سلسلة من العوائد, $p_2,\ldots, p_T \ p_1$.

بمعنى أن r_{1t} و r_{2t} هما رتبتان «ranks of returns» لكلٍّ من p_1 و p_2

ولاختبار الرتب عرَّف «رايت» كلاً من R_1 و R_2 كما يلي:

$$R_1 = \left(\frac{\frac{1}{Tk}\sum_{t=k}^{T}(r_{1t}+\ldots+r_{1t-k+1})^2}{\frac{1}{T}\sum_{t=1}^{T}{r_{1t}}^2} - 1 \right) \times \phi(k)^{-1/2}, \quad (١٥\text{-}٤)$$

$$R_2 = \left(\frac{\frac{1}{Tk}\sum_{t=k}^{T}(r_{2t}+\ldots+r_{2t-k+1})^2}{\frac{1}{T}\sum_{t=1}^{T}{r_{2t}}^2} - 1 \right) \times \phi(k)^{-1/2}, \quad (١٦\text{-}٤)$$

$$\varphi(k) = \frac{2(2k-1)(k-1)}{3kt}$$ حيث إن (١٧-٤)

وبافتراض أن العوائد كلها تتبع للتوزيع iid، فإن $R1$ و R_2 لهما نفس التوزيع.

Under the assumption of iid returns, $R1$ and R_2 have the same» «distribution

والرتب المعيارية «standardized ranks» معطاة كما يلي:

$$r_{1t} = \frac{\left(r\left(p_t - \frac{T+1}{2} \right) \right)}{\sqrt{\frac{(T-1)(T+1)}{12}}} \quad (١٨\text{-}٤)$$

$$r_{2t} = \frac{\Phi^{-1}(r(p_t)}{(T+1))} \quad (١٩\text{-}٤)$$

أما الاختبار بناءً على إشارة العوائد «signs of returns» S_1 و S_2 فيمكن تمثيله كما يلي:

$$s_1 = \left(\frac{\frac{1}{Tk}\sum_{=k}^{T}(s_t + \ldots + s_{t-k+1})^2}{\frac{1}{T}\sum_{=1}^{T} s_t^{\,2}} - 1 \right) \times \phi(k)^{-1/2}, \quad (٢٠-٤)$$

$$s_2 = \left(\frac{\frac{1}{Tk}\sum_{=k}^{T}(s_t(\overline{\mu}) + \ldots + s_{t-k+1}(\overline{\mu}))^2}{\frac{1}{T}\sum_{=1}^{T} s_t(\overline{\mu})^2} - 1 \right) \times \phi(k)^{-1/2}, \quad (٢١-٤)$$

حيث إن $\phi(k)$ سبق تعريفها في معادلة رقم (٤-١٧).

و $s_t = 2u(p_t, 0), s_t(\overline{\mu}) = 2u(p_t, \overline{\mu}),$

وقيمة $u(x_t, q) = \begin{cases} 0.5 & if \quad x_t > q, \\ -0.5 & otherwise \end{cases}$

٤-٤-٧. اختبار التكامل المشترك «Co-integration Test»:

طريقـة التكامـل المشـترك «Co-integration» هي طريقة إحصائيـة طوَّرها كلٌّ من إنجل وغرانجر (Engle and Granger,1987)، لمعالجة عدم الاسـتقرار في السلاسل الزمنية «non-stationary»، فإذا وُجِدت سلسـلتان زمنيتان أو أكثر غير مسـتقرتين، فإن التركيب الخطي «Liniar combination» لهذه السلاسل الزمنية يمكن أن يكون مستقراً.

ويُسـتخدَم اختبار التكامل المشـترك لتتبُّع العلاقة بين متغيرين في الأجل الطويل، حيث تنـصُّ النظرية الاقتصادية على أنه في حالة وجود علاقـة توازنية بين متغيرين أو أكثر، فإنه حتى وإنْ حدث تباعُد «Diverge» بين هذين المتغيرين في الأجل القصير، إلا أنهما سيعودان للتقارب «Converge» من بعضهما البعض في الأجل الطويل. والأمثلة لهذه المتغيرات كثيرة في الاقتصاد، مثل: علاقة الدخل والاسـتهلاك، وعلاقة معدل الأسعار ومعدل الأجور، وكذلك العلاقة بين عرض النقود والمسـتوى العام للأسـعار. وفيما يتعلق بالسوق المالية، يُستخدَم

اختبار التكامل المشــترك لتحديد كفاءة الســوق حســب النوع الضعيف من أنواع فرضية كفاءة السوق المالية؛ إذ إنه إذا ما وُجدت علاقة تكامل مشترك بين سلسلتين زمنيتين فلا بد من وجود علاقة سببية باتجاه واحد على الأقل، مما يعني المقدرة على التنبؤ باتجاه الأسعار، وهو ما يناقض فرضية كفاءة الســوق المالية[٩٢]. وبمعنى آخر، فإن الســوق الذي تسير فيه الأسعار بشكل عشوائي لا يمكن أن توجد فيه علاقة تكامل مشترك بين أي سلسلتين زمنيتين؛ لأنَّ هذا يعني المقدرة على التنبؤ باتجاه الأسعار في السوق اعتماداً على وجود علاقة تكامل مشترك بين الأسعار في الماضي.

ويمكــن رياضيًّــا اختبار التكامل المشــترك بعدة طرق، أشــهرها طريقــة إنجل-غرانجر (Engle - Granger,1987)، وكذلــك اختبار جوهانســن وجيســيليوس (Johansen and Juselius,1990) للتكامل المشترك. وفيما يلي شرح مختصر لكل منهما:

أولاً - اختبار إنجل - غرانجر «Engle - Granger, 1987»:

يعــدُّ اختبــار إنجــل - غرانجــر (Engle - Granger, 1987)[٩٣] من أهــم الاختبارات المســتخدمة في التكامل المشترك؛ لأنه يســمح باختبار وجود علاقة توازن بين مجموعة من السلاسل الزمنية التي قد يتسم بعضها بعدم السكون.

ويُعرف بأنه اختبار ذو خطوتين «Two step test»، حيث يتم في الخطوة الأولى تقدير انحــدار العلاقة طويلة الأجل بــين المتغيرين بطريقة «المربعات الصغــرى OSL» العادية، شرط أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الرتبة[٩٤]، وتُسمَّى هذه المعادلة معادلة انحدار التكامل المشترك «Cointegration regression»، كما يلي:

---

(٩٢) حسب غرانجر، فإن كان المتغير X_t يسبب المتغير Y_t فهذا يعني أنه يمكن توقُّع قيمة Y_t في المستقبل باستخدام القيم الماضية لـ X_t.

(٩٣) يُعرف أيضاً بـ «residual based test».

(٩٤) ساكنة أو مستقرة سواءً على المستوى العام أو بأخذ الفرق الأول «first difrences»، ويتم تطبيق أيٍّ من اختبارات جذر الوحدة Unit root test، وأشهرها: اختبار ديكي فيلر المطور Augmented Dickey- Fuller (ADF)، واختبار فيلبس- بيرون Phillips and Perron (PP)؛ للتأكد من استقرار السلسلة الزمنية.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_1 + e_t \quad (٤-٢٢)$$

وفي الخطوة الثانية يتم اختبار ســكون البواقي e_t؛ فإن كانت سلسلة البواقي غير ساكنة «Non stationary» فيمكــن قبــول فــرض العدم، وهــو عدم وجود تكامل مشــترك بين المتغيرات، وإن كانت سلســلة البواقي ساكنة «stationary» فيتم رفض فرض العدم وقبول الفــرض البديــل، وهو وجود علاقة تكامل مشــترك بين المتغيرين (أي توجــد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين).

ثانياً - اختبار جوهانسن وجيسيليوس «Johansen and Juselius, 1990»:

ويمتاز اختبار جوهانســن وجيســيليوس (Johansen and Juselius, 1990) بأنه يمكن تطبيقــه عــلى العينات الصغيرة وكذلــك في حالة وجود أكثر من متغيرين في الدراســة، كما يسمح هذا الاختبار بالأثر المتبادل بين المتغيرين؛ وبهذا فهو أكثر شموليةً من اختبار إنجل-غرانجر (Engle - Granger, 1987).

وتقــوم طريقة هذا الاختبار على التحقُّق من وجود علاقة توازن بين السلاســل الزمنية المســتقرة في الأجل الطويل. ولتحديد عدد متجهات التكامل المشــترك، يقترح جوهانســن وجيســيليوس (Johansen and Juselius, 1990) اختبــار إحصائيتــين هــما: اختبار الأثر Trace test، واختبار القيمة الكامنة العظمى «The maximum eigenvalue test».

ويقوم هذا الاختبار على تقدير نموذج متجه الانحدار الذاتي Vector Autoregressive model(VAR)، باستخدام دالة الإمكانية العظمى «Maximum Likelihood Function»، كما يلي:

$$X_t = \mu + \Pi_1 X_{t-1} + \Pi_2 X_{t-2} + \ldots + \Pi_k X_{t-k} + \varepsilon_t \quad (٤- ٢٣)$$

حيث إن X_t عبارة عن $(n\times1)$ من المتغيرات الساكنة في المستوى I(0) أو المتكاملة من الدرجة الأولى I(1)،. μ الجــزء الثابت، Π_k عبارة عن $(n\times n)$ من المعلمات، و ε_t هي عبارة عن $(n\times1)$ من الخطأ العشوائي موزعة توزيعاً طبيعيًّا «independent and identically distributed».

وبطرح X_{t-1} من كلا الجانبين، تتحول المعادلة إلى:

$$\Delta X_t = \mu + \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + ... + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-k+1} + \Pi X_{t-k} + \varepsilon_t \quad (٤-٢٤)$$

حيث إن $\Gamma = \Pi - I$، و I هي مصفوفة الوحدة، وتتألف Π من مضروب مصفوفتين $\alpha\beta$ وتمثل α معدل تصحيح الخطأ، في حين تمثل β المعاملات طويلة الأجل للمتغيرات المتكاملة. وتمثل رتبة المصفوفة Π عدد متجهات التكامل المشترك r.

ويتضمن نموذج جوهانسن وجيسيليوس(Johansen and Juselius, 1990) اختبارين لتحديد عدد متجهات التكامل المشترك r: الأول اختبار الأثر «The trace test»، ويختبر فرض العدم، وهو أن عدد متجهات التكامل المشترك الفريدة «distinct co-integrating vectors» أقل من أو يساوي r في مقابل الفرض البديل بأن عددها أكبر من r. ويمكن صياغته رياضيًّا حسب المعادلة التالية:

$$\lambda_{trace} = -T \sum_{i=r+1}^{n} \log(1 - \hat{\lambda}_i) \quad (٤-٢٥)$$

حيث T هي حجم العينة، λ_i تمثّل أقل المتجهات الكامنة التي يتم تقديرها «estimated eigenvalues».

الاختبار الثاني هو اختبار القيمة الكامنة العظمى «The maximum eigenvalue test»، ويختبر فرض العدم أن عدد متجهات التكامل المشترك الفريدة «distinct co-integrating vectors» يساوي r في مقابل الفرض البديل بأن عددها يساوي $r+1$. ويمكن صياغته رياضيًّا حسب المعادلة:

$$\lambda_{max} = -T \log(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (٤-٢٦)$$

ويتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل في الاختبارين إذا كانت قيمة الاختبار المحسوبة أصغر من القيمة الحرجة لها عند مستوى المعنوية (عادة ٥٪).

ويتبع استخدام طريقة التكامل المشترك عادةً ما يُعرف بمنهجية أو طريقة تصحيح الخطأ «Erro correction model». ولأنها خارج نطاق هذا الكتاب؛ فلن يتم التطرق لها هنا، ويمكن مراجعتها في أي كتاب متخصص في الاقتصاد القياسي Econometrics.

٤-٥. الاختبارات الإحصائية للنوع شبه القوي للكفاءة:

إذا ما أظهرت الاختبارات الإحصائية السابق ذكرها أن السوق محل الدراسة كفؤ بحسب النوع الضعيف من فرضية كفاءة السوق المالية، فيمكن إخضاع السوق للاختبار للتأكد من كفاءته بحسب الصيغة أو النوع شبه القوي من فرضية كفاءة السوق المالية.

ولأن دراســة كفاءة السوق بحسب النوع شبه القوي تقوم على دراسة الحدث «Event study»، ويُقصــد بها اختبار تأثــير أي معلومات جديدة تُعلن في الســوق تتعلق بالشركة المعينة أو بالســوق عموماً؛ من إصدارات جديدة للأســهم، أو صــدور قوائم مالية جديدة للشركة، أو إعلان توزيعات أرباح، أو اندماج واســتحواذ، أو إذاعة أخبار سيئة أو جيدة عن أداء الاقتصاد الكلي أو غيرها من المؤثرات، فيمكن اســتخدام أيٍّ من الطرق الإحصائية التي تركز على دراسة تأثير الحدث على سعر السهم المعين أو على مؤشر السوق العام.

٤-٦. كفاءة سوق الأسهم السعودية في الدراسات التطبيقية:

كما ذُكر في الفصل الثاني من هذا الكتاب، فقد افتُتحت ســوق الأســهم الســعودية في بدايات العام ١٩٨٥، إلا أن أول دراسة تمَّ إنجازها عن كفاءة السوق السعودية خرجت بعد هذا التاريخ بســبعة أعوام تقريباً؛ أي في ١٩٩٢. ويفيد تتبُّع الدراسات السابقة التي ركزت على قياس كفاءة ســوق الأســهم الســعودية في معرفة المراحل التي مرَّت بها سوق الأسهم، كما يعطِي تصوُّراً عن أثر الأنظمة واللوائح والتغييرات التي شــهدتها السوق عبر تاريخها في تحسُّن كفاءتها. وفيما يلي نستعرضُ بعضَ هذه الدراسات التي تم القيام بها لاختبار كفاءة سوق المال السعودية منذ افتتاحها حتى نهاية ٢٠١٥.

٤-٦-١. دراسة بتلر وملائكة «Butler and Malaikah, 1992»:

وهي أول محاولة علمية لاختبار كفاءة ســوق المال الســعودية بحسب النوع الضعيف من فرضية كفاءة السوق المالية، واستخدم الباحثان في الدراسة بيانات عدد الصفقات وعدد الأســهم المتداولة وأســعار الإغلاق لـ ٣٥ شركة مساهمة مدرَجة في سوق الأسهم السعودية، وغطَّت هذه البيانات الفترة الزمنية من شهر يونيو ١٩٨٦ إلى شهر سبتمبر ١٩٨٩.

وباستخدام اختباري الارتباط الذاتي والتكرارات، أظهرت بيانات الشركات المستخدمة في الدراســة وجود ارتباط ذاتي بين سلسلة الأســعار لجميع الشركات عند فترة إبطاء مقدارها «١» (gaL1)؛ وهو ما يعني عدم اتباع أســعار الأســهم لفرضية السير العشوائي. كما جاءت نتيجة اختبار التكرارات بنفس النتيجة، حيث أظهر الاختبار وجود ارتباط بين كل السلاسل الزمنية للشركات الـ ٣٥، وهو ما ينفي كفاءة السوق السعودية بحسب النوع الضعيف من أنواع فرضية كفاءة السوق المالية.

٤-٦-٢. دراسة الرزين «Al-Razeen, 1997»:

واستخدم الباحث بيانات متوســط الأسعار الأسبوعية لـ ٢٨ شركة مساهمة[٩٥]، وغطت الدراسة الفترة من بداية يناير ١٩٩٢ حتى نهاية ديسمبر ١٩٩٥.

وباســتخدام طريقة الارتبــاط الذاتي عند فترات إبطاء (lag) قدرهــا ١، ٥ ،١٠،٣٠ وجد الباحث أن ٦٠٪ من عينة الدراســة أظهرت وجود ارتباط ذاتي بين بيانات السلســلة الزمنية المســتخدمة، كما أظهرت سلاسل ١٢ شركة ارتباطاً ذاتياً بالإشــارة السالبة ناتجاً عن ضعف حركة التداول في السوق.

وبتطبيق اختبار التكرارات على البيانات فقد كانت النتيجة أن ٦٤٪ من عينة الدراســة (١٧ شركة) مختلفة عن الصفر «significantly different from zero» عند درجة معنوية ٥٪. وبتطبيق اختبار الفلترة فقد أظهرت النتائج أنه لغالبية الأســهم يمكن استخدام اختبار الفلترة وتحقيق أرباح تفوق إستراتيجية (اشتر السهم واحتفظ به Buy and hold)، وهو ما يناقض فرضية كفاءة السوق المالية من النوع الضعيف، التي تنصُّ على أنه لا يمكن تحقيق نتائج تفوق متوسط السوق باستخدام طريقة الفلترة أو التصفية.

٤-٦-٣. دراسة خبابة «Khababa, 1998»:

واســتخدم الباحث بيانات الإغلاق الأسبوعي لـ٦١ شركة مساهمة مدرَجة في سوق الأسهم

---

(٩٥) متوسط إغلاق الأسعار خلال ستة أيام تداول (من السبت إلى الخميس) وهو ما كان معمولاً به سابقاً في السوق قبل تقليص أيام التداول إلى خمسة أيام.

السعودية[٩٦]، شملت الفترة منذ ١٩٨٥ حتى نهاية عام ١٩٩٧. وباستخدام اختبار الارتباط الذاتي عند معدلات إبطاء (١، ٢، ٣، ٤، ٥، و١٠) أظهرت النتيجة النهائية أن ٧٢٪ من عينة الدراسة وُجد بينها ارتباط ذاتي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥٪، كما أظهرت نسبة ٤٤٪ من العينة إشارة سالبة، وهو ما يُعزى لضعف التداول في السوق «Thin market». وباستخدام اختبار الفلترة عند معدلات الإبطاء نفسها أظهرت النتيجة أن أسعار الأسهم تسير بشكل ممنهج خلال الزمن «Move systematically overtime»، وهو ما لا يدعم فرضية السير العشوائي في سوق الأسهم السعودية ولا كفاءتها بحسب النوع الضعيف من فرضية كفاءة السوق المالية.

٤-٦-٤. دراسة داهل ولباس «Dahel and Laabas, 1999»:

واستخدمت الدراسة المؤشر الأسبوعي لإغلاق مؤشر الأسهم العام (NCFEI index)[٩٧]، وغطت البيانات الفترة من ٢٧ سبتمبر ١٩٩٤ حتى ٦ إبريل ١٩٩٨. وباستخدام اختبار معدل التباين «Variance ratio test» باختيار فترات إبطاء (٤، ٨، ١٦، ٣٢)، فقد كانت النتيجة رفض فرض العدم بأن معدل التباين يساوي ١ $(VR(q)=1)$ في حالة افتراض ثبات التباين، ولكن بافتراض عدم ثبات التباين فقد كان هناك ميلٌ نحو الكفاءة عند المستوى الضعيف في سوق الأسهم السعودية.

وبتطبيق اختبار الانحدار «Regression test» عند معدلات إبطاء (١، ٢، ٣، ٤، ٥، ٦، و٧) فقد رفضت نتائج الدراسة تحقُّق الكفاءة في سوق الأسهم السعودية حسب الصيغة الضعيفة للكفاءة، ولكن بناءً على تقسيم كامل الفترة إلى فترتين (قبل ١٦ أكتوبر ١٩٩٦ وبعدها) باستخدام Chow test[٩٨] كانت النتيجة أن سوق الأسهم السعودية كان أكثر ميلًا للكفاءة خلال الفترة الأولى (قبل ١٦ أكتوبر ١٩٩٦) مقارنةً مع الفترة الثانية.

(٩٦) تنتمي هذه الشركات لستة قطاعات فرعية في السوق، هي: البنوك، الصناعة، الخدمات، الإسمنت، الكهرباء، والزراعة.

(٩٧) اختصار National Center for Financial and Economic Information، وهو الاسم الأول للمؤشر العام قبل استبداله بـ «تاسي».

(٩٨) اختبار يتم فيه تقسيم العينة إلى جزأين، ومن ثَمَّ إعادة اختبار استقرار النموذج، ويُقارن فيه بين F المحسوبة بمعدل شاو «Chow ratio» مع F الجدولية (البسام، ٢٠٠٣).

٤-٦-٥. دراسة الخليفي «Alkholifey, 2000»:

واختبرت الدراسة كفاءة سوق الأســهم من النوع الضعيف مستخدمةً البيانات اليومية لـ ٤١ شركة مســاهمة مدرجة في السوق السعودية، وغطَّت البيانات الفترة من يناير ١٩٩٠ حتــى نهايــة يوليو ١٩٩٨. وتــمَّ اختيار الشركات الـ ٤١ من بين ٧١ شركة مدرجة في ســوق الأسهم السعودية خلال فترة الدراسة اعتماداً على معيار أيام التداول، حيث استبعد الباحث الشركات التي كان معدل تداولها أقلَّ من ٥٥٪ خلال فترة الدراسة.

وبحســب اختبار الارتباط الذاتي عند معدلات إبطاء (١، ٤، ٩، و١٦) وجدت الدراسة أن ٦١٪ من العينة المستخدمة أظهرت ارتباطاً ذاتياً عند فترة إبطاء مقدارها (١)، وكانت إشارة الارتباط ســالبة لـ ٢٧ شركة في العينة (مقابل ١٤ شركة كانت إشارتها موجبة)، وجاءت أيضاً إشــارة الارتباط ســالبةً لعدد ٢١ شركة في مقابل ٢٠ شركة كانت إشــارتها موجبة عند فترة إبطاء مقدارهــا (٤)، وبتطبيق اختبار التكرارات على نفس العينة فقد كانت النتيجة رفض فرض العدم بأن العوائد تتبع لفرضية الســير العشــوائي لـ ٢٧ شركة من ٤١ شركة تضمنتها العينــة (٦٥,٨٪ من العينة) عنــد درجة معنوية قدرها ٥٪ (١٢ شركة)، وعند درجة معنوية ١٠٪ (١٥ شركة).

وباســتخدام اختبار الفلترة، وباختيــار أحجام مختلفة للفلترة تــتراوح بين ٠,٠٠١ حتى ٠,٠٣؛ فقد أوضحت النتيجة أن اســتخدام الفلترة حقَّق نتائج أفضل من إستراتيجية (الشراء والاحتفاظ بالسهم Buy and hold)، في كلتا الوجهتين سواء كانت الإشارة سالبة أو موجبة. وخلصت النتيجة إلى رفض تحقُّق الكفاءة من النوع الضعيف في ســوق الأســهم السعودية باستخدام هذا الاختبار.

وباختبار التكامل المشترك لـ «جوهانسن وجيسيليوس» (Johansen and Juselius, 1990) على العوائد الأســبوعية وكذلك الشــهرية لـ ٦ مؤشرات قطاعية في ســوق الأســهم السعودية (مــؤشر البنوك، الصناعة، الخدمات، الإســمنت، الكهرباء، والزراعــة)، للفترة من فبراير ١٩٨٥ حتــى مايــو ١٩٩٨. واعتماداً على نتيجة اختبار القيمة الكامنــة العظمى «The maximum eigenvalue»، رفض الباحث فرض العدم بوجود صفر «Cointegration vector» في كلٍّ من البيانات الأسبوعية والشهرية، ولكن بتطبيق اختبار الأثر «The trace test» فقد كانت النتيجة

رفض فرض العدم للبيانات الأســبوعية دون البيانات الشــهرية لعوائد الأســهم في القطاعات الفرعية الستة.

٤-٦-٦. دراسة العبد القادر «Al-Abdulqader, 2002»:

واستخدمت الدراسة بيانات الإغلاق الأسبوعية لعدد ٤٥ شركة مساهمة مدرَجة في سوق الأسهم السعودية، وغطَّت الدراسة الفترة من ١٩٩٠ حتى نهاية عام ٢٠٠٠.

وباســتخدام الارتباط الذاتي رفضت الدراســة فرض العدم بعــدم وجود ارتباط ذاتي بين العوائد بنســبة ٥١٪ من عينة الدراســة، وكذلك تــمَّ رفض فرض العدم باســتخدام اختبار التكرارات لعدد ٢٤ شركة (٥٣٪) من العينة.

وباســتخدام اختبار الفلترة، فقد كانت نتيجة الدراسة أنه بأَخْذ متوسط أحجام الفلترة المســتخدمة فقد تفوقت عوائد الفلترة على إستراتيجية الشراء والاحتفاظ بالسهم، وهو ما لا يدعم فرضية الكفاءة من النوع الضعيف وتحقُّقها في سوق الأسهم السعودية.

٤-٦-٧. دراسة إبراهام، سيد، والسكران «Abraham, Seyyed,and Alsakran, 2002»:

واستخدمت الدراسة البيانات الأسبوعية لسوق الأسهم السعودية خلال الفترة من أكتوبر ١٩٩٢ حتى ديســمبر ١٩٩٨. وبناءً على نتيجة اختبار معدل التباين، وباختيار فترات قدرها (٢، ٤، ٨، و١٦)؛ فقد تمَّ رفض فرضية العدم، وبالتالي رفض كفاءة ســوق الأســهم السعودية عند النوع الضعيف من فرضية كفاءة السوق المالية. وباستخدام اختبار التكرارات فقد تمَّ أيضاً رَفْض فرضية الكفاءة من النوع الضعيف في ســوق الأســهم السعودية، حيث أظهرت النتيجة أنَّ الأسعار المتتالية غير مستقلة عند مستوى معنوية ٥٪.

إلا أنه بقيام الباحثين بتصحيح بيانات عوائد الســوق المستخدمة في الدراسة باستخدام طريقــة بيفريــدج ونيلســون(Beveridge, Nelson, 1981)[٩٩] لتحييد أثــر عدم المتاجرة المستمرة « Infrequent trading» أو ما يُسمَّى بالتداولات الضعيفة «Thin trading»[١٠٠]،

(٩٩) تُسمَّى هذه الطريقة بتفكيك بيفريدج ونيلسون «The Beveridge–Nelson Decomposition».

(١٠٠) يرى الباحثون أن استخدام البيانات غير المتزامنة «asynchronous data» يقود إلى نتيجة غير صحيحة عن كفاءة السوق المالي المعني بالدراسة.

فلم يستطع الباحثون رفض فرضية الكفاءة من النوع الضعيف في سوق الأسهم السعودية سواءً باستخدام اختبار معدل التباين أو باختبار التكرارات، حيث وجدوا أن عدد التكرارات المتوقعة قريب جداً لعدد التكرارات الفعلية، وهو ما يدعم كفاءة سوق الأسهم السعودية عند النوع الضعيف من فرضية كفاءة السوق المالية.

٤-٦-٨. دراسة أنور «Onour, 2004»:

استخدمت الدراسة البيانات اليومية للمؤشر العام (تاسي) إضافةً إلى مؤشر قطاع البنوك، ومؤشر قطاع الإسمنت، وثلاث شركات مساهمة هي: شركة الاتصالات السعودية، ومجموعة صافولا، والشركة السعودية للأسمدة (سافكو). وغطت بيانات الدراسة الفترة من ١ مارس ٢٠٠٣ حتى نهاية أغسطس ٢٠٠٤ بمعدل ٥٠٠ مشاهدة لكل سلسلة زمنية.

وباستخدام اختبار التكرارات رفضت الدراسة فرض العدم وهو عشوائية العوائد؛ وهو ما يعني أن السوق السعودي ليس كفؤاً حسب النوع الضعيف لفرضية كفاءة السوق المالية.

وباستخدام اختبار مربع الاختلافات المتتالية «mean square of successive differences» والمعروف أيضاً بمعدل اختبار فون نيومان «Von Neumann ratio test»[١٠١]، فقد رفض الباحث عشوائية العوائد في سوق الأسهم السعودية خلال الفترة التي غطتها هذه الدراسة؛ مما يعني عدم كفاءة السوق بحسب النوع الضعيف من فرضية كفاءة السوق المالية.

٤-٦-٩. دراسة بروس بودد «Bruce Budd, 2012»:

استخدمت الدراسة بيانات الإغلاق اليومي لمؤشر السوق الرئيسية (تداول) إضافة لخمسة عشر قطاعاً فرعياً بحسب التقسيم الجديد لقطاعات سوق الأسهم السعودية[١٠٢]، وغطت البيانات المستخدمة الفترة من ١٩ إبريل ٢٠٠٧ حتى ١٢ مايو ٢٠١١.

واستخدم الباحث اختبار معدل التباين عند فترات زمنية مختلفة لقيمة q (٢، ٥، ١٠، ٢٠، و٤٠)، وكانت النتيجة رفض فرض العدم، وهو أن العوائد تتبع فرضية السير العشوائي لكل القطاعات بما

---

(١٠١) ملخص هذا الاختبار أنه إذا كانت X_i متغيراً تابعاً و X_{i-1} هو المتغير المستقل، فإن معدل التباين المتوقع حسب معادلة فون نيومان يجب أن يساوي (01 p ,4002 ,ruonO 2).

(١٠٢) ذكرنا في الفصل الثالث أنه أُعيد توزيع القطاعات في سوق الأسهم وزيادتها إلى ١٦ قطاعاً، بما فيها المؤشر العام في إبريل ٢٠٠٨ (انظر جدول رقم ٣-١٦).

فيهــا المؤشر العام، بافتراض ثبات التباين (معادلة $\hat{Z}_q$، رقم ٤-١٣). وأظهرت النتائج أن معدل التبايــن أقل من واحــد صحيح؛ وهو ما يعني أن التباين يتناقص مــع الزمن (Variance ratios smaller than unity indicate that variances decline proportionately with time)، وهذا ربما يعود لعدم ثبات تباين السلاســل الزمنية المستخدمة في الدراسة (بسبب وجود ارتباط ذاتي في السلسلة الزمنية).

وبافــتراض عدم ثبات التباين (معادلة $\hat{Z}*(q)$، رقم ٤ – ١٤)، فقد كانت النتيجة هي نفس النتيجة السابقة، حيث تمَّ رَفْض الكفاءة الضعيفة لسوق الأسهم السعودية عند جميع القيم المختارة لـ q.

وباســتخدام اختبــار التكرارات، وبالمقارنة مع حجم المتوســط Mean أو مع الوســيط Median، فقد أظهرت النتائج رَفْض كفاءة السوق السعودية عند النوع الضعيف من فرضية كفاءة السوق المالية لـ ١٢ قطاع من ١٦ تم اختبارها، وتمَّ قبول فرض العدم بتبعية السوق لفرضية السير العشوائي لأربعة قطاعات فقط، هي: البنوك، البناء، التأمين، والاتصالات.

٤-٦-١٠. دراسة ابن ربيعان «Ibnrubbian, 2012»:

اســتخدم الباحث بيانات الإغلاق اليومية لـ ٥٠ شركة مساهمة مدرَجة في سوق الأسهم الســعودية إضافةً إلى بيانات الإغلاق اليومية لخمسة مؤشرات قطاعية فرعية، هي: البنوك، الصناعة، الخدمات، الإسمنت، وقطاع الشركات الزراعية. وغطت البيانات الفترة من ١ يناير ٢٠٠٢ حتــى ٤ إبريــل ٢٠٠٨. وبغرض معرفة أثر الأنظمة والمعايــير الجديدة التي تفرضها هيئة الســوق المالية؛ قسمت الدراســة البيانات إلى فترتين، حيث غطت الفترة الأولى من ١ ينايــر ٢٠٠٢ حتى ١٥ فبرايــر ٢٠٠٥، وغطت بيانات الفترة الثانية المدة من ١٦ فبراير ٢٠٠٥ حتى إبريل ٢٠٠٨.

وبتطبيــق اختبارات الارتبــاط الذاتي واختبــار التكرارات والفلترة ومعــدل التباين، وجد الباحث أن ســوق الأســهم الســعودية كانت أقربَ للكفاءة خلال الفترة الأولى من الدراسة، حيث تمَّ رفض كفاءة ســوق الأســهم بنسبة ٤٦٪ في المتوســط لمجموع الاختبارات المذكورة، وهي نســبة جيدة بالمقارنة مع الدراســات الســابقة، حيث تمَّ رفض الكفاءة بنسبة ١٠٠٪ -

على سـبيل المثال - في الدراسة الأولى عن سوق الأسهم السعودية، وهي دراسة بتلر وملائكة، وبنسب مرتفعة في الدراسات الأخرى التي جاءت بعدها، إلا أن الفترة الثانية التي تم تطبيق الاختبارات المشار إليها على بيانات السوق كانت أبعدَ عن الكفاءة مقارنةً بالفترة الأولى، وعزا الباحث السـببَ إلى أثر الفقاعة التي ضربت سـوق الأسهم السعودية في أواخر فبراير ٢٠٠٦، حيث أدت لاضطراب مؤشرات السوق وجعلتها أبعدَ عن الكفاءة مقارنة بالفترة الأولى.

٤-٦-١١. دراسة عسيري والزيراء «Asiri and Alzeera, 2013»:

واستخدمت الورقة بيانات الإغلاق اليومي لمؤشر الأسهم السعودية العام (تاسي) إضافة إلى ١٥ مؤشراً فرعياً لقطاعات السوق المختلفة، وغطت بيانات الدراسة الفترة من ٣٠ أكتوبر ٢٠٠٦ حتى ١٥ أكتوبر ٢٠١٢.

وتوصلت الدراسـة باستخدام الارتباط الذاتي إلى أن سوق الأسهم السعودية كفؤ حسب النوع الضعيف من فرضية كفاءة السوق المالية، حيث كانت العوائد مستقلة في حركتها عبر بيانات السلسلة الزمنية، ولا يوجد تأثير لأسعار الأمس على أسعار اليوم حسب ما أوضحت الدراسة. وباستخدام اختبار التكرارات، وجدت الدراسة أن مؤشر الأسهم العام (تاسي) إضافةً إلى ١١ مـؤشراً قطاعيـاً فرعياً حقَّقت شروط الكفـاءة الضعيفة، في حين أظهرت ٤ مؤشرات فرعية (هي: البنوك والخدمات المالية، الطاقة والمرافق الخدمية، البناء والتجهيزات، وقطاع التأمين) عدمَ تحقيقها لشروط الكفاءة الضعيفة من فرضية كفاءة السوق المالية.

٤-٦-١٢. دراسة الجمعاني وروكا «Jamaani and Roca, 2015»:

استخدمت الدراسة بيانات الإغلاق اليومية لمؤشر الأسهم العام (تاسي) خلال الفترة من نهاية ديسـمبر ٢٠٠٣ حتى نهاية يناير ٢٠١٣. وباستخدام اختبار معدل التباين عند فترات إبطاء قدرها (٢، ٤، ٨، ١٦)، أظهرت النتيجة رفض الكفاءة الضعيفة لسوق الأسهم السعودية عند مسـتوى معنوية ١٪ سـواءً بافتراض تجانس التبايـن «homoscedasticity» أو عدم تجانس التباين «heteroscedasticity».

وباسـتخدام اختبار رايت «test Wright» أظهـرت قيمتا $R1$ و $R2$ عند فترات إبطاء

(٢، ٥، و١٠) ارتباطاً ذاتياً بين عوائد السلسلة الزمنية عند مستوى معنوية ٥٪؛ مما يخرق شروط تحقُّق الكفاءة الضعيفة من فرضية كفاءة السوق المالية في سوق الأسهم السعودية. وبتطبيق اختبار التكرارات وبالمقارنة مع المتوسط أو مع الوسيط، فقد كانت النتيجة أن قيمة Z كانت أكبر من القيمة الحرجة (=١,٩٦)؛ وهو ما يعني رفض فرضية العدم وهو الكفاءة الضعيفة لسوق الأسهم السعودية.

٤-٧. أبرز الملاحظات على الدراسات السابقة:

من خلال استعراض الدراسات التي كان موضوعها كفاءة سوق الأسهم السعودية، يُلاحظ أنه بحسب الاستعراض التاريخي لهذه الدراسات ما يلي:

- أن كلَّ الدراسات ركزت على قياس كفاءة سوق الأسهم السعودية بحسب الصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة السوق المالية، وهو شيء طبيعي لأنه يجب أن يكون السوق كفؤاً حسب هذه الصيغة أولاً حتى يتم اختباره بحسب الصيغتين الأخريين (الصيغة شبه القوية، والصيغة القوية)، وهو ما لم يثبت أو يتحقق - أي كفاءة السوق بحسب الصيغة الضعيفة - في سوق الأسهم السعودية في معظم الدراسات التي استعرضناها.
- أن هناك تحسُّناً عبر الزمن، وإن كان بطيئاً ومختلفاً من دراسة لأخرى حسب نوعية وطبيعة البيانات التي استخدمها كل باحث. فمثلاً، كانت الكفاءة من النوع الضعيف من فرضية كفاءة السوق المالية مرفوضة بنسبة ١٠٠٪ في دراسة بتلر وملائكة (وهي أول دراسة عن كفاءة السوق السعودية)، إلا أنها تحسَّنت بشكل طفيف في دراستي الرزين وخبابة ليكون الرفض لما نسبته ٦٤٪ و٧٢٪ في الدراستين على التوالي، وكانت نسبة الرفض ٦١٪ في دراسة الخليفي، وتناقصت في دراسة ابن ربيعان إلى ٤٦٪ من عينة الدراسة.
- يظهر إجمالاً من الدراسات التي استخدمت مؤشرات السوق الكلية (مؤشر تاسي والمؤشرات القطاعية الفرعية) أن السوق أكثر ميلاً نحو الكفاءة الضعيفة مقارنةً بالدراسات التي استخدمت بيانات الشركات الفردية، وإنْ كان هذا لا ينفي وجود تناقض بين بعض الدراسات، حيث رفضت - على سبيل المثال - دراسة (بروس بودد، ٢٠١٢) الكفاءة الضعيفة لـ ١٢ مؤشراً من ١٦ مؤشراً كلياً استُخدمت في الدراسة، في حين قبلت دراسة (عسيري والزيراء، ٢٠١٣) تحقُّق الكفاءة في ١٢ قطاعاً، ورفضته لـ ٤ قطاعات فرعية فقط.

- يظهر تأثُّر نتائج الاختبارات التي شـملتها الدراسـات السـابقة بعدم المتاجرة المسـتمرة «Infrequent trading» وأثرهـا على البيانات المسـتخدمة في الدراسـات، وخصوصاً في السـنوات الأولى من افتتاح السـوق وقبل اسـتخدام أنظمة التداول الإلكترونية. وعلى سـبيل المثال، فقد رفضت دراسة (إبراهام، سـيد، والسكران، ٢٠٠٢) الكفاءة الضعيفة في سوق الأسهم السعودية باستخدام اختباري التكرارات ومعدل التباين، إلا أنه بعد تصحيح البيانات واسـتبعاد أثر عدم المتاجرة المسـتمرة لم يستطع الباحثون رفض فرضية الكفاءة من النوع الضعيف في سوق الأسهم السعودية باستخدام الاختبارين أنفسهما.
- قد يُعزى غياب الكفاءة من النوع الضعيف في سوق الأسهم السعودية إلى أسباب سلوكية، مثل: أثر سلوك القطيع «Herd behaviuor»، وأثر المستثمرين أو المتداولين الذين ليس لديهم خبرات سـابقة «Noise traders»، وهو ما لم تتطرق الدراسـات السابقة إليه، ولم تسع لقياس أثره.
- فيما عدا دراسـة ابن ربيعان، فقد ركزت الدراسـات السـابقة على قياس الكفاءة في سوق الأسهم السعودية لمرة واحدة باستخدام البيانات للفترة الزمنية المختارة، وهذا قد لا يوضِّح أثر التغييرات والأنظمة والإجراءات التي يتم سـنُّها وتطبيقُها تباعاً في السـوق المالية على زيادة كفاءتها أو ميلها نحو الكفاءة عبر الزمن.

الفصل الخامس
تحديات سوق المال السعودية ومقترحات التطوير

٥-١. تمهيد:

استعرض الفصل الثاني تاريخَ إنشاء سوق المال في المملكة وأبرز التطوُّرات الهيكلية والتنظيمية والتشغيلية التي شهدتها منذ افتتاحها حتى نهاية عام ٢٠١٥، في حين ركَّز الفصل الثالث على تحليل أداء سوق الأسهم منذ يوم افتتاحها الأول، واستعرض بالأشكال والجداول والتعليقات أبرزَ أحداث السوق بعد تقسيمها لثلاث فترات زمنية مختلفة، وتناولَ بالشرح والتحليل والملاحظة والمعلومة أداءَ كل مرحلة وأحداثها وتطوراتها. فيما ناقش الفصل الرابع النماذج الإحصائية والاقتصادية التي استخدمتها الدراسات السابقة لقياس كفاءة سوق المال السعودية، وما هي أبرز نتائج هذه الدراسات فيما يتعلق بكفاءة سوق الأسهم في المملكة منذ أول دراسة تمَّ تطبيقها على مؤشرات السوق لقياس كفاءتها في عام ١٩٩٢ حتى آخر دراسة تم نشرها في عام ٢٠١٥.

وبالتأكيد، فقد أعطت الفصول الثلاثة صورةً كاملة عن سوق الأسهم السعودية وتاريخها وتطوراتها وأدائها ودرجة كفاءتها؛ ولذا فإن الفصل الأخير في هذا الكتاب جاء لتوضيح ونقاش أبرز ما ينقص سوق المال السعودية ويؤثر سلباً على كفاءتها ورسملتها وأدائها وتحسُّن واستقرار مؤشراتها.

٥-٢. أبرز التحديات أو العوامل السلبية المؤثرة على سوق المال:

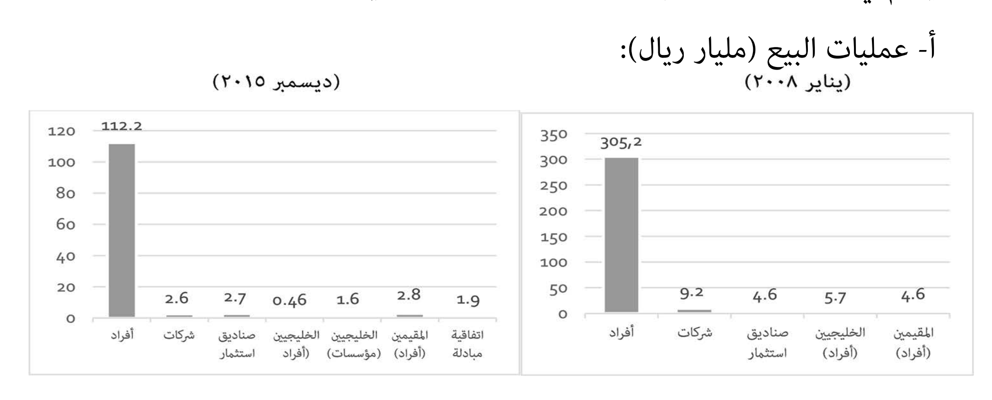
٥-٢-١. تحديات هيكلية، وتتمثل في:

أولاً - كبر حجم التداولات الفردية:

معروف أن الاستثمار الفردي لا يقوم على التخصص، ولا على قياس المخاطر وحدودها وقياس التغيرات السعرية بطرق علمية موثوقة كما تفعل الاستثمارات المؤسسية. ولا شك أن كبر حجم التداول الفردي مشكلة هيكلية كبيرة تؤثر سلباً على أداء سوق الأسهم وتجعلها حادة وسريعة التذبذب والتقلُّب مقارنةً بالأسواق التي يغلب عليها التداول المؤسساتي.

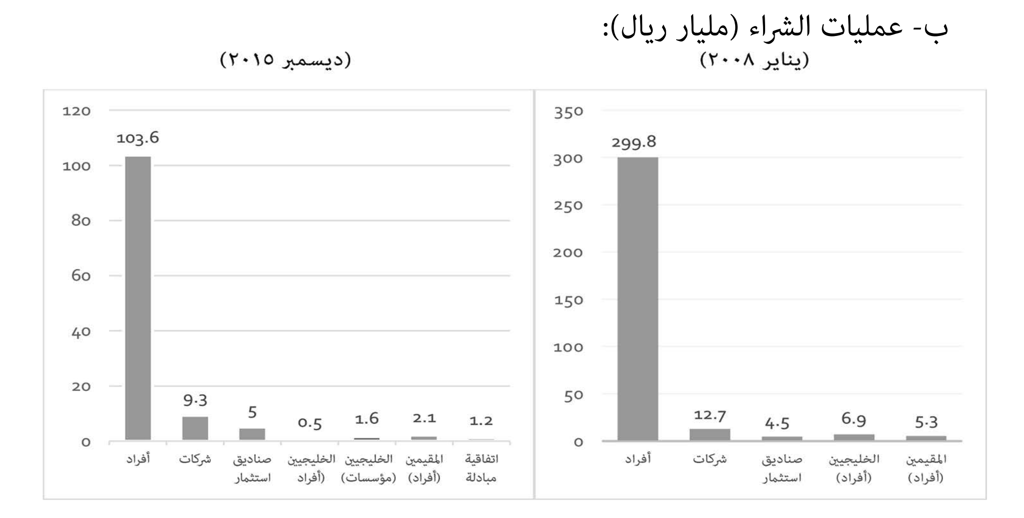
ويوضح الشــكل رقم (٥-١) (أ ، ب) مقارنة فئات المســتثمرين في ســوق الأسهم السعودية وتأثيرهم في أداء السوق بحسب القيمة المتداولة لكل فئة بين يناير ٢٠٠٨ وديسمبر٢٠١٥ [١٠٣].

أ- عمليات البيع (مليار ريال):



المصدر: شركة تداول، التقرير الشهري (يناير ٢٠٠٨) والتقرير الشهري (ديسمبر ٢٠١٥).

ب- عمليات الشراء (مليار ريال):



المصدر: شركة تداول، التقرير الشهري (يناير ٢٠٠٨) والتقرير الشهري (ديسمبر ٢٠١٥).

شكل (٥-١): مقارنة تداولات المستثمرين حسب تصنيفهم بين يناير ٢٠٠٨ وديسمبر ٢٠١٥

(١٠٣) بدأت تداول بإصدار تقارير التملُّك حسب فئة المستثمر وجنسيته بداية من يناير ٢٠٠٨.

وكما يتضح من الشــكل البياني في (أ، ب)، فرغم الســماح للأجانــب بالتداول من خلال اتفاقية المبادلة في عام ٢٠٠٨، وكذلك الســماح للاستثمار الأجنبي المؤهل بالاستثمار مباشرة منذ منتصف يونيو ٢٠١٥؛ إلا أن الاستثمار الفردي كان وما زال هو المسيطر بشكل كبير على تداولات ســوق الأسهم السعودية. وعلى ســبيل المثال، بلغت تداولات المستثمرين الأفراد السعوديين ما قيمته ٩٢٫٦٪ و٩١٪ في عمليات البيع والشراء في يناير ٢٠٠٨ من مجمل قيمة التداولات في الســوق لهذا الشــهر. وانخفضت هذه النسبة لتُشــكِّل قيمة تداولات الأفراد الســعوديين ما نسبته ٨٨٫٥ و٨١٫٧٪ على التوالي لنسبة القيمة المتداولة خلال شهر ديسمبر ٢٠١٥. وهذه الســيطرة للتــداولات الفردية - رغم انخفاضها بمعــدل طفيف خلال ثمانية أعوام (من يناير ٢٠٠٨ حتى ديســمبر ٢٠١٥) - إلا أنها ما زالت تفوق مثيلاتها في الأســواق المالية الأخرى بنســب كبيرة؛ حيث لا تبلغ التداولات الفردية - على سبيل المثال - سوى ٢٪ في سوق نيويورك، و٣٤٪ في سوق الأسهم الهندية (شركة جدوى للاستثمار، إبريل ٢٠١٥).

ثانياً - ضعف الوعي الاستثماري عند المتداولين في السوق:

ومع كبر حجم التداول الفردي في ســوق الأســهم الســعودي، فإن هذا ترافَق أيضاً مع ضعف الوعي الاســتثماري لدى هؤلاء المتداولين، وقد بدأ ذلك واضحاً خلال طفرة الأســهم السعودية في بداية الألفية الجديدة حيث تزايدت أعداد الداخلين الجُدد للسوق من الأفراد ممَّن ليس لديهم ســابق تجربة وخبرة في تداولات الأســهم. ولا شــك أن كِبر حجم التداول الفردي وضعف الثقافة الاســتثمارية لدى هؤلاء الأفراد أفرزَ ظاهرة سلوك القطيع «Herd behavior» في ســوق الأسهم الســعودية الناتجة عن تزايد دخول ما يُسمَّى بالتجار عديمي الخبرة «Noise Traders» للســوق[١٠٤]. كما أن ضعف الثقافة الاستثمارية جعلت السوق يتأثر كثيراً بالإشاعات وبتوصيات المنتديات الإلكترونية للأسهم، وهو الأمر الذي حذَّرت منه هيئة السوق المالية كثيراً دون جدوى. وحتى مع تحسُّن الأبحاث والتقارير التي تصدر عن السوق من مراكز وبيوت خبرة جيدة (سعودية أو أجنبية) إلا أن كثيراً من الأفراد المتداولين لم ينالــوا تدريباً كافيــاً لقراءة وفهم هــذه المعلومات المالية، وبقيت شــبكة الإنترنت هي المسيطرة كمصدر للمعلومات رغم عدم التأكُّد من مصداقيتها (ليرنر، لمون، ودو، ٢٠١٧).

(١٠٤) يمكن ملاحظة غريزة القطيع «Herd instinct» في الأسواق المالية عن طريق متابعة ومراقبة السوق في حالتي الازدهار والفقاعة، فالغريزة تظهر حصرياً وبشكل واضح خلال هاتين الحالتين (Burton and Shah, 2015).

وبالتأكيـد، فإن كبر حجم التداول الفردي مضافاً له ضعف الثقافة والوعي الاسـتثماري للمتداولين أسـهما في التذبذبات الحادة التي تشـهدها سـوق الأسـهم السـعودية في كل مؤشراتها؛ وعلى سـبيل المثال، فإن التذبذب السعري للمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي (تـاسي) يعادل ٢,٣ مرة مقارنة بمسـتوى التذبـذب في S&P ٥٠٠ الأمريكي، كما يعادل ١,٧ مرة مقارنة بمستوى التذبذب في بورصة بومباي الهندية عند مقارنة عشرة أيام متواصلة من التداولات بين هذه المؤشرات (شركة جدوى للاستثمار، ٢٠١٥).

وللتغلـب على الضعف الهيكلي المشـار إليـه في أولاً وثانياً، وفي سـعيها لإضفاء الطابع المؤسسي على الاستثمارات في سوق الأسهم السعودية؛ فقد أعلنت هيئة سوق المال السماح للاسـتثمار الأجنبي المؤهل لدخول السوق السعودية بداية من النصف الثاني من ٢٠١٥، إلا أن نتائج هذا القرار لم تظهر ولن تظهر بشكل سريع على سوق الأسهم السعودية، حيث ما زال الاسـتثمار الأجنبي - سواءً عن طريق اتفاقية مبادلة أو بعد السماح للاستثمار الأجنبي المؤهل والمباشر في السوق - ضعيفاً جداً، وغير مؤثر بشكل يمكن ملاحظته على أداء السوق واستقرار مؤشراته.

ثالثاً - ضعف عمق السوق:

ويتمُّ الربط عادةً بين عمق السـوق ومصطلح آخر هو اتساع أو سعة السوق « Depth and Breadth»، ويُقصـد بعمق السـوق: القدرة على بيـع أو شراء كمية معينة من أصل ما دون التأثير بشـكل كبير على سـعر هذا الأصل في السـوق. ولو عُدنا للشركات المدرَجة في سـوق الأسهم السـعودية لوجدنا أن الشركات القيادية (مثل: سـابك، الاتصالات، البنك الأهلي التجاري، بنك سامبا، والكهرباء السعودية) لا تتداول النسبة الكبرى من أسهمها؛ لأن ملكيتهـا تعود للصناديق الحكومية وشـبه الحكومية[١٠٥]. كما أن ما تمَّ طرحه في السـوق خلال السنوات العشر الماضية غالبيتها شركات صغيرة وعدد أسهمها محدود، وهو ما جعلها شركات مضاربة بامتياز. وللمثال، فلو اسـتعرضنا الشركات التي طُرحت في السـوق خلال الفترة ٢٠٠٨ حتى ٢٠١٥ لوجدنا أنه تمَّ طرح ٥٢ شركة مساهمة في السوق السعودية؛ منها

(١٠٥) على سبيل المثال، تبلغ نسبة الأسهم الحرة التي يتم تداولها في السوق ٢٢٪ فقط من أسهم سابك، و٥٠٪ من بنك سامبا، و٣٥٪ من البنك الأهلي التجاري، و١٧٪ من أسهم شركة الكهرباء السعودية (أرقام الاستثمارية، ٢٠١٦).

٥ شركات فقــط يمكن تصنيفها تحت نوع الــشركات الكبيرة، في حين أن الغالبية منها كانت شركات صغيرة تحوَّل معظمها لشركات مضاربة، ولم تزِد عمق السوق شيئاً يُذكر.

رابعاً - غياب صانع السوق:

وكما ذكرنا في الفصل الثاني، فإن دور صانع الســوق هو إيجاد توازن مستمر بين جانبي العرض والطلب للأوراق المالية، وتقليص الفجوة بين سعر الشراء وسعر البيع، وهو ما يقلِّل التذبذب الحاد في أســعار الأسهم. وللأسف، تفتقد سوق الأسهم السعودية لصانع للسوق؛ وهو ما جعل المضاربين يصنعون السوق لأنفسهم في غياب صانع محترف في السوق (جمعية الاقتصاد، اللقاء الخامس عشر، ٢٠٠٥). وظهر أثر غياب صانع الســوق بشــكل واضح على أداء سوق الأسهم السعودية إبان انفجار الفقاعة التي ضربت السوق في أواخر فبراير ٢٠٠٦، فمنــذ انفجار الفقاعة في بداية تداولات يوم ٢٦ فبراير حتى ١٧ مارس وعروض البيع تنهمر وتتراكم في السوق في مقابل صفر في جانب الطلبات في السوق؛ وهو الأمر الذي أدَّى لزيادة أثر الفقاعة، وبثّ الذعر في نفوس المتداولين، ولو وُجد صانعٌ متخصص في الســوق لاستطاع محاصرة الفقاعة، والتقليل من آثارها السيئة ومحاصرتها لتكون في أقل الحدود.

٥-٢-٢. تحديات تتعلق بالأنظمة والمعايير:

ويأتي من أبرزها ما يلي:

أولاً - ضعف المعايير المطبَّقة في السوق:

ويوضــح الجدول رقــم (٥-١) أبرزَ نقاط الضعف في تنظيمات ومعايير ســوق الأســهم السعودية مقارنة بالأســواق المشابهة لها في كلٍّ من الإمارات العربية المتحدة وقطر والهند والصين وجنوب أفريقيا وماليزيا، حســب مراجعة مورغان ستانلي كابيتال إنترناشونال لهذه المعايير، تمهيداً لانضمام السوق السعودية لمؤشر MSCI للأسواق الناشئة.

جدول (٥-١)

مقارنة المعايير والإجراءات بين سوق الأسهم السعودية وبعض الأسواق المشابهة

	السعودية	الإمارات	قطر	الهند	الصين	جنوب أفريقيا	ماليزيا
الانفتاح على الملكية الأجنبية							
شروط تأهيل المستثمرين	+	++	++	+	++	++	++
حدود الملكية الأجنبية	-	-	-	-	-	++	-
المجال المتاح للأجانب	-	-	-	-	++	++	++
الحقوق المتساوية للمستثمرين الأجانب	-	+	+	+	+	++	+
سهولة تدفق رؤوس الأموال الواردة/الصادرة							
١- درجة القيود على تدفقات رؤوس الأموال.	++	++	++	++	++	++	++
٢- درجة تحرير أسواق العملات الأجنبية.	++	++	++	-	++	++	+
الدخول إلى السوق							
تسجيل المستثمرين وفتح الحسابات	-	+	+	-	++	++	++
تنظيم السوق							
أنظمة السوق	-	++	++	+	+	++	++
مناخ المنافسة	+	++	++	+	++	++	++
تدفُّق المعلومات	-	++	++	++	++	++	++
البنية التحتية للسوق							
المقاصة والتسوية	-	-	-	-	++	+	++
أمانة الحفظ	-	+	+	++	++	++	++
أمانة السجل/ الإيداع	++	++	++	++	++	++	++

	السعودية	الإمارات	قطر	الهند	الصين	جنوب أفريقيا	ماليزيا
التداول	++	++	++	++	++	++	++
القابلية لنقل الملكية	-	+	-	-	++	+	+
إقراض الأسهم	-	-	-	++	++	++	+
البيع على المكشوف	-	-	-	+	++	++	+
استقرار إطار العمل المؤسسي	+	+	+	+	+	+	+

++ لا توجد مشـاكل، + لا توجد مشـاكل كبيرة، التحسـينات ممكنة، - التحسـينات مطلوبة (المصدر: مورغان سـتانلي إنترناشونال، ٢٠١٤).

وتركز معايير مورغان سـتانلي عموماً على خمسـة محاور، هـي: الانفتاح على الملكية الأجنبية، وحرية تدفق رؤوس الأموال من الدولة وإليها، واستقرار الإطار المؤسسي، وفاعلية الإطار التشغيلي، والالتزام بمعايير الحوكمة وأفضل الممارسات (الخبير كابيتال، ٢٠١٤).

وكما يُلاحظ من الجدول، فإن السوق السعودي ما زال بحاجة لتعديل كثير من الأنظمة والإجراءات، وإنْ كانت هيئة سوق المال بدأت في استيفاء بعض هذه المعايير، مثل:

- تعديل المدة الزمنية لتسوية صفقات الأوراق المالية المدرَجة في السوق المالية من تسوية آنية (T+0) لتكون يومين بعد الصفقة (T+2)، على أن يبدأ ذلك خلال النصف الأول من العام ٢٠١٧.
- أعلنـت الهيئة أيضـاً عن تفعيل إقـراض الأوراق المالية والبيع على المكشـوف المشروط باقتراض الأسـهم، على أن تصدر الهيئة اللوائح والقواعد المنظِّمة لذلك قبل نهاية النصف الأول من عام ٢٠١٧.
- كما غيَّرت الهيئة وعدَّلت في لائحة الاستثمار الأجنبي في السوق السعودية، وخفَّضت بعضَ المعايير والمتطلبات بغية تسـهيل جذب الاستثمارات الأجنبية المؤهلة للسوق السعودية. إلا أن هناك عدداً من الإجراءات التي يجب اتخاذُها وتطبيقُها على سوق المال السعودية لتصل لمستوى مثيلاتها من الأسواق التي تمت الإشارة لها في الجدول السابق.

ثانياً - ضعف تطبيق الحوكمة في السوق:

وبالرغم من التقدُّم الجيد الذي حقَّقته هيئة السوق المالية في سنِّ أنظمة وتشريعات الحوكمة إلا أن تطبيق الحوكمة على الشركات المساهمة في السوق ما زال ضعيفاً ودون المأمول. وبحسب تقييم «ستاندارد آند بورز» للشركات الخليجية، بما فيها الشركات السعودية الصادر عن «S&P Global Rating» فإن معايير الحوكمة لا تزال دون مستوى معايير الحوكمة المطبَّقة في الشركات العالمية، كما أن هناك بطئاً واضحاً في تقدُّم معايير الحوكمة لدى الشركات في المنطقة بالمقارنة مع المعايير لدى نظيراتها العالمية الحاصلة على الدرجة ذاتها من التصنيف الائتماني.

وبشكل عام، ينتج ضعف تطبيقات الحوكمة في السوق السعودية بسبب هياكل ملكية الشركات المساهمة، فالشركات الكبيرة المدرَجة في السوق المالية والتي تعود الملكية الكبرى فيها للحكومة غالباً ما يرأسها ويديرها أشخاص تُعيِّنهم الحكومة، وهو ما يجعل مصالح الحكومة مُقدَّمة على مصلحة الأقلية من الملَّاك. بينما الشركات المساهمة في السوق والتي تعود غالبية ملكيتها لعوائل وأسر تجارية معروفة، وهي الأكثر في سوق الأسهم السعودية، لا يتم الفصل فيها بشكل واضح بين الملكية والإدارة حيث تظلُّ العائلة هي المسيطرة على قرارات الشركة، وبالتأكيد تواجه هذه الشركات تحدياتٍ في مجال الحوكمة وتحقيق الانتقال الصحيح من جيل إلى آخر؛ وبالتالي فإن وجود الحوكمة وتطبيقها بشكل فاعل سيساعد في حماية هذه الشركات وحماية حقوق الأقلية من المساهمين فيها.

ثالثاً - عدم وجود أنظمة تسمح بالإدراج والتداول المزدوج للشركات:

ويُقصد بالإدراج المزدوج Dual Listing إدراج أسهم شركة ما في سوق مالية أخرى غير سوقها المالية الرئيسية. ولا يُسمح للشركات المسجلة في سوق المملكة القيام بالإدراج المزدوج في أسواق خارجية. ويحقق الإدراج المزدوج للشركة في أكثر من سوق فوائد عديدة، منها: توسيع قاعدة مساهمي الشركة بدخول شريحة جديدة من المستثمرين للتداول في أسهم الشركة، وزيادة فرص الاستثمار للمتداولين في قطاعات قد لا تكون متوافرة في سوقهم الرئيسية، كما يؤدي الإدراج المزدوج إلى خفض تكاليف تمويل الشركة واقتراب أسعار أسهمها من قيمتها الجوهرية حيث تعيد إحدى السوقين الأسعار إلى ما يقارب قيمتها الجوهرية

لو جنحت عنها في السوق الأخرى. ويرفع الإدراج المزدوج مستوى الشفافية والإفصاح وجودة البيانات المالية للشركة المعنية نتيجة مراقبتها من جهتين إشرافيتين وليست واحدة فقط.

٥-٣. أبرز المقترحات لتطوير سوق المال السعودية:

بعد عرض أهــم التحديات الهيكلية والتنظيمية التي تواجهها ســوق المال الســعودية اليوم، فإنه يمكن تلخيص أبرز المقترحات اللازمة لتطوير السوق في النقاط التالية:

١- ضرورة تقليص الاســتثمار الفردي في الســوق بصورة تدريجية وتخفيضه بنسب محددة ومُعلَنة كل عام مع دعم تحوُّل السوق نحو التداول المؤسسي، وتوجيه المتداولين الأفراد للاستثمار من خلال شركات الاستثمار والوساطة المُصرَّح لها بالعمل رسمياً في السوق.

٢- ضرورة تقليص ملكية الصناديق الحكومية وشــبه الحكومية لأســهم الشركات الكبيرة في السوق؛ إذ إن تحرير هذه الأسهم وجعلها قابلةً للتداول بطرحها للاكتتاب العام سيسهم في زيادة عمق السوق واتساعها، وبالتالي استقرار المؤشرات والحد من التذبذبات الحادة في أدائها.

٣- ضرورة تطوير عمل الصناديق الاســتثمارية في ســوق المال الســعودية، حيث يُلاحظ أن حصة هذه الصناديق وتداولاتها في الســوق وتأثيراتها صغيرة جداً وغير فاعلة، وما زالت غير مغرية ولا قادرة على اجتذاب المستثمرين الصغار للاستثمار من خلالها.

٤- ضرورة إيجاد ســوق متطورة للمشــتقات، حيث لا تكتمل السوق المالية بجانب وجود الأســهم والسندات إلا بوجود ســوق متطورة للمشتقات تســهم في ضبط التذبذب في مؤشرات الســوق، وتمنح المستثمرين الفرصة لتوظيف أصولهم بشكل أفضل على المدى الطويل، وتخفض مستوى المخاطر التي يواجهونها.

٥- ضرورة إيجاد صانع للسوق يعيدها للتوازن كلما جنحت عنه، ويقلل من تأثير الإشاعات والتوصيات على بعض الأســهم، واتفاق مجموعة من المضاربين على رفع أو خفض سهم شركة معينة بما يضعف الثقة في السوق ويربك أداءَها ومؤشراتها.

٦- ضرورة ســنِّ قانون للتعامل مع الشركات التي تُعلِن إفلاســها وتلــك التي يتم تصفيتها، حيــث يُلاحظ إيقاف عــدد من الشركات عن التداول في الســوق (مثل: شركة بيشــة،

المعجـل، الاتصالات المتكاملة، وعذيب) وتجميد أسـهم المسـتثمرين في هذه الشركات دون أن يكونوا قادرين على بيعها أو استعادة بعض رؤوس أموالهم بتصفية الشركة.

٧- ضرورة حماية الأقلية من المساهمين في السوق من صغار المستثمرين والأجانب المقيمين وحملة الأسـهم الذيـن لا يملكون قوة تصويت مؤثرة، وكذلـك إعطاؤهم قوة أكبر عند التصويـت على اتخـاذ قرارات إسـتراتيجية أو الاعتراض عليها، وحمايتهم من تعسُّـف الغالبية المسـيطرة على حصة كبيرة من رأس المال، ودعم إنشاء جمعيات لحماية صغار المستثمرين في الأوراق المالية.

٨- ضرورة معالجة ضعف التداولات في سـوق الصكوك والسـندات، سواء بتخفيض عمولة التداول أو بدعم السوق بسندات قابلة للتحويل إلى أسهم؛ إذ إن وجود هذا النوع من السـندات سيُحرِّك سوق السندات بشـكل أفضل مما هي عليه اليوم في حال أخذت به الشركات السعودية.

٩- ضرورة إعادة النظر في السـماح للشركات بشراء أسهمها بنسب محددة (٥ أو ١٠٪)[١٠٦]، على أن يقتصر هذا الإجراء على الشركات الكبيرة والمتوسطة فقط دون الشركات الصغيرة حتى لا يكون القرار مشجِّعاً لزيادة المضاربات على أسهم الشركات الصغيرة.

١٠- ضرورة السـعي لتشـجيع ودعم الاندماج بين الشركات الصغيرة، وكذلك تشجيع ودعم الاسـتحواذ بين الشركات الكبيرة والصغيرة بما يخلق كيانـات قادرة على مقاومة الهزات الاقتصادية في السوق، وبما يقلِّص عدد الشركات المتعثرة وقيام الشركات بتخفيض ثم رفع رؤوس أموالها كل فترة بلا جدوى تعود على السوق ولا المستثمرين فيه.

١١- ضرورة حضور هيئة سـوق المال في المشـهد بشـكل يومي للرد على أي استفسارات أو تفنيد وتصحيح أي معلومات مغلوطة أو شـائعات تُبَثُّ عن السوق، وعدم ترك الفرصة للشائعات للتأثير على مسار السوق.

١٢- ضرورة إيجاد آلية لحل مشكلة نقص الحوكمة في الشركات المساهمة والناتجة عن هيئة الملكية كما أشرنا سـابقاً، وضرورة الفصل بين الملكية والإدارة، وضمان حقوق المساهمين الأقلية في الشركات المساهمة.

(١٠٦) شراء الشركة لأسهمها يؤدي إلى ارتفاع العائد على حقوق المساهمين بسبب نقص عدد الأسهم المصدرة؛ كون الأسهم التي يتم شراؤها تتلف أو تبقى كأسهم خزانة غير مستحقة للتوزيعات، ولا تُحسب من ضمن الأسهم المصدرة.

١٣- ضرورة النظر في السماح بالتداول المزدوج للشركات السعودية في أسواق مالية أخرى، وكذلك فتح الباب للشركات غير السعودية لتتداول في سوق المال السعودية بطريقة الإدراج المزدوج. وهذا القرار بالتأكيد سيجعل السوق والشركات السعودية تحت نظر المستثمرين المحترفين في المؤسسات المالية للاستثمار في سوق المال السعودية، كما سيدعم كفاءة السوق والشركات ويرفع معاييرها وأداءَها وشفافيتها وحوكمتها.

١٤- ضرورة تكثيف الدراسات والبحوث العلمية التي تتبّع وتُحدِّد تحسُّن درجة كفاءة سوق المال السعودية خلال مُدد قصيرة لمعرفة أثر التشريعات والأنظمة والإجراءات التي تُطبَّق على السوق خلال فترات متعاقبة، ودراسة وتوضيح أثر الظواهر غير الطبيعية «Market Anomalies» بسبب الموسمية والإجازات وتأثيرات بعض الأشهر المعروفة والمدونة (مثل أثر شهر يناير) في البحوث والدراسات العلمية التي تم إجراؤها على الأسواق المالية في العالمين المتقدم والنامي.

الخاتمة:

استعرض هذا الكتاب في فصله الأول تاريخَ وأهمية وأنواع الأسواق المالية، كما تطرَّق بشيء من التفصيل لأهم الأدوات المالية التي يتم تداولها، بما فيها المشتقات المالية التي أصبحت تُتداول على نحو واسع في البورصات العالمية، وخُتِم الفصل بإعطاء نبذة عن صناديق الاستثمار وأنواعها وخصائصها.

ولأن الموضوع الرئيسي للكتاب - كما يدل عنوانه - هو سوق المال السعودية؛ فقد جاءت الفصول من الثاني إلى الخامس كلها عن هذه السوق. حيث ركَّز الفصل الثاني على إعطاء نبذة تاريخية عن نشأة سوق المال في المملكة وأبرز محطات التطوير التي شهدتها السوق السعودية، سواءً على مستوى التشغيل أو الأنظمة والقوانين التي تمَّ تطبيقها في السوق تباعاً منذ افتتاحها حتى نهاية عام ٢٠١٥، وأفردَ الفصل جزأين مهمين للحديث عن نشأة وتطوُّر صناديق الاستثمار في السوق السعودية إضافةً إلى أنه استعرَض بالأرقام والجداول حجمَ وتطوُّرات سوق السندات والصكوك منذ افتتاحها في ٢٠٠٨ حتى نهاية ٢٠١٥.

وتطرَّق الفصل الثالث من الكتاب لأداء سوق المال السعودية منذ افتتاحها في ١٩٨٥ حتى نهاية ٢٠١٥، واستعرض الفصل بالأرقام والشرح والتحليل والمقارنات حركةَ السوق بعد

أن تمَّ تقسـيمها لثلاث مراحل اعتماداً على أدائها وحجم مؤشراتها، كما تمَّ إفراد جزء خاص للحديث عن مسببات الفقاعة التي شهدتها السوق المالية السعودية في أوائل فبراير ٢٠٠٦، وأثر هذه الفقاعة على نشاط وحركة ومؤشرات السوق في السنوات التي أعقبت الفقاعة.

وأعطى الفصل الرابع تاريخاً موجزاً لنشـأة فرضية كفاءة السوق المالية وأنواعها وأشهر الطرق الإحصائية لاختبارها، وأعقبه باسـتعراض اثنتي عشرة دراسـة بحثية كان موضوعها كفاءة سـوق المال السـعودية، ونتائج هذه الدراسـات، واختُتم الفصل باسـتعراض لأهم الملاحظات الضرورية التي تمَّ اسـتخلاصها من اسـتعراض بيانات ونتائج الدراسات السابقة عن كفاءة السوق السعودية.

وختم الكتاب فصولَه بالتركيز على تفحُّص أبرز التحديات أو العوامل السلبية التي أثرت وما زالت تؤثر على أداء سـوق المال السـعودية وتؤثر سلباً على كفاءتها. وتمَّ تقسيم هذه التحديات إلى تحديات هيكلية تتعلق بنوعية المستثمرين في السوق وعمق السوق وغياب صانع يقود تحرُّكات السـوق ويقلل مـن جنوحها وتذبذباتها الحادة بـين الفترة والأخرى، إضافةً إلى تحديات تتعلق بالإجراءات التنظيمية وتطبيقات الحوكمة في السوق. وأخيراً، أبرز المقترحات التي يرى مؤلف الكتاب ضرورتها في الوقت الحالي لتطوير أداء وكفاءة سوق المال السعودية وزيادة جاذبيتها للاستثمار مع المحافظة على استقرار أدائها والحد من تذبذباتها الحادة كما أشرنا سابقاً.

ولأن الكتاب جاء شـاملاً لكلِّ ما يتعلق بسوق المال السعودية بكل تفاصيلها وتطوراتها وأزماتها والدراسـات التي قامت بقياس كفاءتها؛ فأعتقد أنه سـيكون مرجعاً شـاملاً لكل الطـلاب والباحثين والمتخصصين ومتخذي القرارات في السـوق المالية في المملكة، كما أتمنى أن يكون هذا الكتاب نواةً لكتب وبحوث ودراسات قادمة تستكملُ ما لم يتطرق له الكتابُ وتُصحِّـح أخطاءه، إنْ وُجـدت، وتركِّز على الجوانب الفنية البحتة التي لم يتعمق المؤلف في تفاصيلها نظراً لمحدودية الوقت.

واللهَ أسـأل أن ينفع بالكتاب، وأن يكون إضافةً علميـة للمكتبة الاقتصادية والمالية في المملكة العربية السـعودية، وأن يكون في ميزان حسـنات مؤلِّفه يوم أن يلقى ربَّه الكريم. وصلى اللَّهُ وسلَّم وباركَ على محمدٍ وعلى آله وصحبه أجمعين.

المراجع

أولاً - المراجع العربية:

١- أبو مؤنس، رائد. (٢٠٠٦). البورصة والأسواق المالية، الجامعة الأردنية. عمان، الأردن.

٢- أبو زيد، عبد العظيم. (٢٠١٠). نحو صكوك إسلامية حقيقية. مجلة إسلامية المعرفة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، المجلد ١٦، العدد ٦٢، الولايات المتحدة الأمريكية.

٣- أبو زيد، عبد العظيم. (٢٠١٤). التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م٢٧، ع٣. جدة، المملكة العربية السعودية.

٤- أرقام الاستثمارية. (٢٠١٠). حصاد السوق السعودي لعام ٢٠١٠. متاح على الرابط: http://gulf.argaam.com/article/articledetail/190844

٥- أرقام الاستثمارية. (٢٠١٦). تفاصيل الأسهم الحرة للشركات المدرَجة في السوق السعودي، الربع الأول ٢٠١٦. متاح على الرابط: https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/418551

٦- الاستثمار كابيتال. (٢٠١٤). فتح السوق للمؤسسات المالية الأجنبية. تقرير شركة الاستثمار كابيتال، سبتمبر، ٢٠١٤.

٧- الأسرج، حسين. (٢٠٠٤). تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠٠٣) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية. بنك الكويت الصناعي. الصفاة، الكويت.

٨- آل فواز، مبارك. (٢٠١٠). الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية.

٩- بخالد، عائشة. (٢٠١٥). اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف - دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من ١٩٢٨ إلى ٢٠١٤. رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر.

١٠- بداوي، مصطفى. (٢٠١٥). دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الإبداع، مجلد ٥. عدد ٤: ٢٣٨-٢٤٨، الجزائر.

١١- البسام، خالد. (٢٠٠٣). نموذج الادخار العائلي في المملكة العربية السعودية: دراسة قياسية للفترة ١٩٧٠–٢٠٠٢. مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد ١٥. جدة، المملكة العربية السعودية.

١٢- جباري، شوقي. (٢٠١٠). دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة. المؤتمر العلمي الحادي عشر لكلية الشريعة بجامعة جرش (الأزمات الاقتصادية المعاصرة: أسبابها وتداعياتها، وعلاجها)، جرش، الأردن.

١٣- الجزار، حجازي. (٢٠١٧). دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار والتنمية في البلدان النامية ١٩٨٨-٢٠١٢. مجلة بحوث اقتصادية عربية، مج٢٤، عدد ٧٦-٧٧.

١٤- الحصان، زايد.(٢٠٠٢). محددات ومعوقات الاستثمار في سوق الأسهم السعودية - دراسة ميدانية في منطقة القصيم. مجلة البحوث التجارية، مج ٢٤، ع ١، جامعة الزقازيق، مصر.

١٥- حنفي، عبد الغفار. (٢٠٠٥). أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات. الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

١٦- الحويماني، فهد. (٢٠٠٦). المال والاستثمار في الأسواق المالية. طبعة ٢، مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض، المملكة العربية السعودية.

١٧- الخبير كابيتال. (٢٠١٤). هيئة السوق المالية تضع سوق تداول على الخارطة العالمية. تقرير الخبير كابيتال، أكتوبر ٢٠١٤.

١٨- الدخيل، عبد العزيز. (٢٠١٠). سوق الأسهم السعودي: قراءة تاريخية واستشراف للمستقبل. دار الفارابي، بيروت، لبنان.

١٩- الرزين، عبد الله. (١٤٢٦هـ). الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة. بحث مُقدَّم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس: اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية. جامعة الزيتونة، عمان، الأردن.

٢٠- رشيد، بوكساني. (٢٠٠٦). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسُبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر

٢١- رضوان، سمير. (٢٠٠٥). المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها. دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر.

٢٢- ستاندارد آند بورز. (٢٠١٧). عدم التقدُّم في حوكمة الشركات ما يزال يشكل نقطة ضعف لدى شركات الخليج. متاح على الرابط: https://www.spratings.com/en_US

٢٣- السحيباني، محمد. (٢٠٠٧). نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية والسوق المالية السعودية، بحث مُقدَّم في ندوة السوق المالية السعودية نظرة مستقبلية، جامعة الملك خالد، نوفمبر ١٣-١٤. أبها، المملكة العربية السعودية.

٢٤- الشـدَّادي، سعيد. (دون تاريخ). إنشاء سوق للأوراق المالية في اليمن ودورها في عملية التنمية. ورقة عمل، المرجع الإلكتروني للمعلوماتية، على الرابط: http://almerja.com/reading.php?idm=65944

٢٥- الشراح، رمضان. (٢٠٠٦). صنـَّاع الســوق- التجــربــة الكــويتيـــة. اتحاد شركات الاستثمار، الكويت.

٢٦- شركة السوق المالية السعودية (تداول). التقارير السنوية الإحصائية لسوق المال السعودية، من الأعوام ٢٠٠٢ حتى ٢٠١٥. متاحة على الرابط: https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-%26-publications/periodical-publications

٢٧- شركة تداول. (٢٠٠٨). التقرير الشهري لقيمة الملكية والقيمة المتداولة لسوق الأسهم. يناير، ٢٠٠٨.

٢٨- شركة تداول. (٢٠١٥). التقرير الشهري لقيمة الملكية والقيمة المتداولة لسوق الأسهم. ديسمبر، ٢٠١٥.

٢٩- شركة جدوى المالية. (٢٠١٥). أحدث التطورات بشأن فتح السوق المالية السعودية تداول أمام المستثمرين، إبريل، ٢٠١٥. شركة جدوى للاستثمار، الرياض، المملكة العربية السعودية.

٣٠- الشمري، فيصل. (٢٠١٦). مسائل فقهية في الصكوك. بحوث كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية. جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية.

٣١- شندي، أديب. (٢٠١٣). الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية: سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، عدد خاص. بغداد، العراق.

٣٢- عدنان، بن الضيف؛ المسعود، ربيع. (٢٠١١). أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية. ورقة بحثية مقدَّمة إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر.

٣٣- العمراني، عبد الله. (٢٠١٠). التلاعب في الأسواق المالية. دراسة فقهية مقدَّمة للدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة ٢٥ - ٢٩ ديسمبر ٢٠١٠، المملكة العربية السعودية.

٣٤- الفرس، رياض. (٢٠٠٦). النـظــام المــالـي والسياسة النقدية. ورقة نقاش لقسم الاقتصاد، جامعة الكويت، الكويت.

٣٥- القريشي، علي. (٢٠١٤). المشتقات المالية وأثرها في عرض السيولة على الاقتصاد الكلي. مجلة جامعة بابل، عدد ٤، العراق.

٣٦- كافي، مصطفى. (٢٠١٧). إدارة الأعمال الدولية. دار الأكاديميون للنشر والتوزيع. عمان، الأردن.

٣٧- ليرنر، جوش؛ لمون، آنن؛ ستيف، دو. (٢٠١٧). هيئة السوق المالية وانهيار سوق الأسهم السعودية. متاح على الرابط: https://cma.org.sa/Market/Documents/CMA_Crash2006_ar.pdf

٣٨- مجموعة بخيت الاستثمارية. (٢٠٠٨). التقارير السنوية للاستثمار في سوق الأسهم السعودية للأعوام ١٩٩٧ حتى نهاية ٢٠٠٨. مجموعة بخيت الاستثمارية، الرياض، المملكة العربية السعودية.

٣٩- مجيد، ضياء. (٢٠٠٣). البورصات وأسواق رأس المال وأدواتها «الأسهم والسندات». مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.

٤٠- مصيطفى، عبد اللطيف. بوزيان، محمد. (٢٠١٥). أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية. مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان.

٤١- المهنا، خالد. (٢٠١٣). المشتقات المالية دراسة فقهية. بحوث كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية. جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية.

٤٢- مؤسسة النقد العربي السعودي. (٢٠١٥). التقرير السنوي للاقتصاد السعودي للأعوام من ١٩٩٠ حتى ٢٠١٥. متاح على الرابط: http://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/AnnualReport.aspx

٤٣- هيئة السوق المالية. (٢٠١٧). عمليات الأوراق المالية، اختبار هيئة السوق المالية للحصول على الشهادة العامة للتعامل في الأوراق المالية. مارس ٢٠١٧.

٤٤- وزارة الطاقة والصناعة والثروة المعدنية. (٢٠١٥). تقرير الاقتصاد السعودي لعام ٢٠١٥، وزارة الطاقة، الرياض، المملكة العربية السعودية.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

1- Abdulqader, K. (2002). "Share Valuation and Stock Market Efficiency in Saudi Stock Market". Unpublished PhD thesis, University of Dundee.

2- Abraham, A., Seyyed, F. & Alsakran, S. (2002). Testing the random walk behavior and efficiency of Gulf stock markets. The Financial review, 37, 469-480.

3- Al-kholifey, A. (2000). "The Saudi Arabian Stock Market: Efficient Market Hypothesis and Investors Behaviour". Unpublished PhD dissertation, Colorado State University.

4- Al-Razeen, A. M. (1997). "The Weak–Form Efficiency of the Saudi Stock Market". Unpublished PhD thesis, University of Leicester.

5- Al-Twaijry, A. (2007). "Saudi Stock Market Historical View and Crisis Effect: Graphical and Statistical Analysis". Journal of Human Science, 5 (34), 1–31.

6- Ang, A. Goetzmann.W. and Schaefer, S. (2011). The Efficient Market Theory and Evidence: Implications for Active Investment Management. Foundations and Trends in Finance, 5, 157–242.

7- Asiri, B., & Alzeera, H. (2013). Is the Saudi Stock Market Efficient? A case of weak-form efficiency. Research Journal of Finance and Accounting, 4 (6), 35-48.

8- Atack, J. and Neal, L. (2009), The Origins and Development of Financial Markets and Institutions: from the Seventeenth Century to the Present, Cambridge: Cambridge University Press.

9- Azzam, H. (1997). Emerging Arab Capital Markets. kegan paul international, London, England.

10- Budd, B. (2012). A random-walk through the Saudi Arabian financial market – is the tadawul efficient? Journal of Finance and Accountancy, vol.10, no. 2, pp.1–13.

11- Burton, E. and Shah.S. (2015). Behavioral Finance: Understanding the Social, Cognitive, and Economic Debates. John Wiley & Sons. USA.

12- Butler, K. & Malaikah, C. (1992). "Efficiency and Inefficiency in Thinly Traded Stock Markets: Kuwait and Saudi Arabia". Journal of Banking and Finance, 16, 197–210.

13- Chaffin, M. (2013). Introduction to Corporate Finance, university of Texas at Dallas.

14- Dahel, R. & Laabas, B. (1999). "The Behaviour of Stock Prices in the GCC Markets". Journal of Development & Economic Policies, 1, 89–105.

15- Engle, R. & Granger, C. (1987). "Co-integration and Error-Correction: Representation, Estimation, and Testing". Econometrica, 55, 251–276.

16- Eugene Fama and Kenneth French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," Journal of Finance 47, no. 2 (June 1992): 448.

17- Fama, E. F. (1970). "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work". Journal of Finance, 25, 383-423.

18- Hubbard, R. &O'brien, A. (2014). Money, Banking, and the Financial System. 2nd edition, Pearson.

19- Ibnrubbian, A. (2012). "Effect of Regulation, Islamic Law and Noise Traders on the Saudi Stock Market." Unpublished PhD Thesis, Brunel University

20- Jamaani, F. and Roca, E. (2015), "Are the regional Gulf stock markets weak-form efficient as single stock markets and as a regional stock market?", Research in International Business and Finance, Vol. 33, pp. 221-246.

21- Johansen, S. & Juselius, K. (1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Co-integration with Application to the Demand for Money". Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 52, 169–210.

22- Khababa, N. (1998). Behaviour of Stock Prices in the Saudi Arabian Financial Market: Empirical Research Findings. Journal of Financial Management and Analysis, 11(1), 48-55.

23- Lo, A. & MacKinlay, A. C. (1988). "Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test". Review of Financial Studies, 1, 41–66.

24- Lo, A. & MacKinlay, A. C. (1989). "The Size and Power of the Variance Ratio Tests in Finite Samples: A Monte Carlo Investigation". Journal of Econometrics, 40, 203–238.

25- Onour, I. A. (2004). Testing Weak-Form Efficiency of Saudi Stock Exchange Market. Ministry of Economy and Planning, Riyadh: Saudi Arabia.

26- Securitizemarket. (2016). The 17 Most Valuable Stock Exchange in the World. Available on: https://securitizemarket.com/the-17-most-valuable-stock-exchanges-in-the-world/

27- Sewell. M. (2011). A History of the Efficient Market Hypothesis. Research Note RN/11/04, University College London, London, UK.

28- Smith, B. (2003). The Equity Culture: The Story of the Global Stock Market. New York: Farrar, Straus and Giroux.

29- Wright, J. H. (2000) "Alternative Variance Ratio Tests Using Ranks and Signs" Journal of Business and Economic Statistics 18, 1-9.

ثالثاً - الأنظمة واللوائح:

١- نظام السوق المالية، الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م / ٣٠) بتاريخ ٢٠٠٣/٧/٣١.

٢- لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية، الصادرة بتاريخ في ٢٠١١/١/٢٣.

٣- لائحة الإجراءات الخاصة بالشركات التي بلغت خسائرها المتراكمة ٥٠٪ فأكثر من رأس مالها، الصادرة بتاريخ ٢٠١٣/١١/١٨.

٤- القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية، الصادرة بتاريخ ٢٠١٥/٥/٤.

٥- نظام تأسيس ومهام شركة السوق المالية السعودية (تداول)، الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٣/١٩.

٦- لائحة سلوكيات السوق، الصادرة بتاريخ ٢٠٠٤/١٠/٤.

٧- لائحة طرح الأوراق المالية، الصادرة بتاريخ ٢٠٠٤/١٠/٤.

٨- قواعد التسجيل والإدراج، الصادرة بتاريخ ٢٠٠٤/١٠/٤.

٩- لائحة الأشخاص المرخَّص لهم، الصادرة بتاريخ ٢٠٠٥/٦/٢٨.

١٠- لائحة أعمال الأوراق المالية، الصادرة بتاريخ ٢٠٠٥/٦/٢٨.

١١- لائحة صناديق الاستثمار العقاري، الصادرة بتاريخ ٢٠٠٦/٧/١٥.

١٢- لائحة حوكمة الشركات، الصادرة بتاريخ ٢٠٠٦/١١/١٢.

١٣- لائحة صناديق الاستثمار، الصادرة بتاريخ ٢٠٠٦/١٢/٢٤.

١٤- لائحة الاندماج والاستحواذ، الصادرة بتاريخ ٢٠١٢/١/٢٢.

١٥- لائحة قواعد الكفاية المالية، الصادرة بتاريخ ٢٠١٢/١٢/٣٠.

المؤلف في سطور

د. عبد الله خالد بن ربيعان

المؤهل العلمي:

دكتوراه في الاقتصاد من جامعة برونيل - غرب لندن، ٢٠١٢م.

العمل الحالي:

أستاذ الاقتصاد المشارك - معهد الإدارة العامة.

الأنشطة العلمية والعملية:

- له أكثر من ١٤ عملاً علمياً ما بين كُتب مؤلَّفة ومُترجَمة وأبحاث وأوراق علمية منشورة في عدد من الدوريات والمؤتمرات المحلية والعالمية.
- عَمِل عضواً للجنة البحوث وعضواً في هيئة تحرير مجلة المعهد العلمية لدورات عدة، إضافةً إلى عمله في مراجعة وتحكيم عدد من الكتب والبحوث العلمية لصالح مراكز أبحاث ودور نشر عربية وعالمية.
- مؤلِّف ومراجع علمي لأكثر من ١٢ حقيبة تدريبية في دراسات الجدوى الاقتصادية، والتجارة الدولية، وتحليل اقتصاديات الاستثمار، ومبادئ الاقتصاد، والسياسات النقدية والمالية.
- درَّس العديدَ من مواد قطاع الاقتصاد والميزانية في معهد الإدارة، مثل: مبادئ الاقتصاد، تحليل السياسات المالية والنقدية، تحليل اقتصاديات التجارة الخارجية، تحليل الاستثمار، دراسات الجدوى (التسويقية، الفنية، والمالية). كما درَّس موادَّ تدريبيةً اقتصادية متعددة لعدد من الجهات الحكومية والخاصة، ومنها: وزارة الخارجية، هيئة تنمية الصادرات السعودية، وجمعية الاقتصاد السعودية.
- عمل مديراً لقطاع الاقتصاد والميزانية، ومديراً لإدارة الاتفاقيات البحثية، ومديراً لإدارة الترجمة، وذلك خلال السنوات الست الماضية.

- عمل رئيســاً لفريق استشــاري لدراســة وضع التجارة الخارجية للمملكة، ورئيساً لفريق استشــاري لـــدراسة تطوير وإعادة هيكلة عمل لجنة التــوازن الاقتصادي التابعة لوزارة الاقتصــاد والتخطيط، كما عمل عضواً في الفريق الاستشـــاري لإعادة هيكلة وزارة التجارة والاستثمار.
- عمــل مستشــاراً غير متفرغ لعدد من الجهات الحكوميــة والخاصة في المملكة لمدة تزيد عن ١٢ عاماً.

تم التصميم والإخراج الفني والطباعة في
الإدارة العامة للطباعة والنشر بمعهد الإدارة العامة - ١٤٤١هـ

هذا الكتاب:

يستعرض هذا الكتابُ تاريخَ نشأة الأسواق المالية في العالم وتعريفها وتقسيماتها وأهميتها والدور الذي تلعبه في تنمية وتطوُّر الاقتصاد الكلي، إضافةً إلى تعريف وتصنيف وشرح الأدوات المالية المستخدَمة في كلٍّ من سوقَي النقد ورأس المال. كما يشرح الكتاب بالتفاصيل نشأة سوق المال السعودية منذ أول يوم لافتتاحها والتطوُّرات التنظيمية والتشغيلية التي أُدخِلت عليها، بالإضافة إلى استعراض موجز لنشأة الصناديق الاستثمارية وكذلك سوق السندات والصكوك في المملكة.

كما يتناول الكتاب في فصله الثالث أداءَ سوق الأسهم السعودية وتطوُّراتها، ويُوضِّح بالشرح والتحليل أهمَّ الأحداث التي أثَّرت في أدائها منذ أول يوم لافتتاحها حتى نهاية عام ٢٠١٥، ويُفرِد جزءاً لأسباب وآثار الفقاعة السعرية التي تعرَّضت لها السوق في أواخر فبراير ٢٠٠٦.

ويُعرِّج الكتاب في فصله الرابع على تعريف موجز لفرضية كفاءة السوق المالية وأنواعها وشروطها وأهمِّ الطرق الإحصائية لاختبارها، ويختتم الفصل بمراجعة أهم الدراسات التي كان موضوعها كفاءة سوق المال السعودية. وفي فصله الخامس يستعرض الكتاب أهمَّ التحديات التي تواجه سوق المال السعودية وتُضعِف كفاءتَها، ويُختتم الفصل بأبرز المقترحات التي يرى المؤلف ضرورتها لتطوير أداء سوق المال في المملكة ورفع درجة كفاءتها وجاذبيتها للمستثمرين من الداخل والخارج.


9786038276204

تصميم وإخراج وطباعة الإدارة العامة للطباعة والنشر - معهد الإدارة العامة ١٤٤١ هـ